



UNIVERSITÀ POLITECNICA DELLE MARCHE
FACOLTÀ DI ECONOMIA “GIORGIO FUÀ”

Corso di Laurea triennale in “Economia e Commercio”

**La sostenibilità del debito pubblico e la crisi
dei debiti sovrani europei**

**Public debt sustainability and the European
sovereign debt crisis**

Relatore:
Prof. Davide Ticchi

Rapporto Finale di:
Francesco Romagnoli

Anno Accademico 2019/2020

INDICE

ELENCO DELLE FIGURE.....	i
ELENCO DELLE TABELLE.....	i
1 INTRODUZIONE.....	1
2 LA LETTERATURA ECONOMICA SUL DEBITO SOVRANO	3
2.1 INTRODUZIONE.....	3
2.2 LA LEGGE SUL DEBITO SOVRANO	3
2.2.1 Principi a protezione degli Stati debitori.....	4
2.2.2 Rafforzamento legale dei contratti di debito sovrano	4
2.3 LA TEORIA ECONOMICA SUL DEBITO SOVRANO	6
2.4 RELAZIONE EMPIRICA TRA DEBITO PUBBLICO E DEFAULT	7
2.4.1 Quando si indebitano i Paesi?.....	7
2.4.2 Quando fanno default i Paesi?	8
2.4.3 Come sono risolti i default?.....	9
2.4.4 Qual è il costo del default per i debitori?	9
2.5 SI POSSONO RIDURRE I COSTI DELLE CRISI DI DEBITO?.....	11
2.6 CONCLUSIONI.....	11
3 LA CRISI DEI DEBITI SOVRANI EUROPEI.....	13
3.1 LA ZONA EURO	13
3.2 FATTORI DI RISCHIO PRE-CRISI.....	13
3.2.1 Squilibri finanziari ed esterni.....	15
3.2.2 Il boom 2003-2007.....	16
3.2.3 Fallimento nel rafforzare la politica fiscale.....	16
3.3 LA CRISI FINANZIARIA E LA CRISI DEI DEBITI SOVRANI.....	17
3.3.1 Dallo shock finanziario alla crisi dei debiti sovrani.....	17
3.3.2 Aiuti finanziari e programmi UE/FMI	18
3.3.3 Equilibrio generale in presenza di elevato debito pubblico.....	20
3.4 PROSPETTIVE PER LA RIDUZIONE DEL DEBITO SOVRANO	21
3.5 RIFORME PER COMBATTERE FUTURE CRISI.....	21

4	ELEVATO DEBITO PUBBLICO: STUDIO ED ANALISI DI 26 ESEMPI CONCRETI	23
4.1	INDEBITAMENTO PUBBLICO.....	23
4.2	L'ECCESSO DI DEBITO.....	23
4.3	TRATTI SIGNIFICATIVI DEGLI ESEMPI CONCRETI DI “DEBT OVERHANG”	26
4.4	RELAZIONE TRA ECCESSO DI DEBITO PUBBLICO E CRESCITA ECONOMICA.....	31
4.5	COMPORAMENTO DEI TASSI D'INTERESSE	32
5	LA SOSTENIBILITA' DEL DEBITO PUBBLICO	33
5.1	LA SOSTENIBILITA' DEL DEBITO PUBBLICO E LA POLITICA DI BILANCIO.....	33
5.2	PROBLEMATICHE DI UN'AREA MONETARIA.....	34
5.3	LA SVALUTAZIONE INTERNA.....	36
6	CONCLUSIONI	39
	BIBLIOGRAFIA	41

ELENCO DELLE FIGURE

Figura III.1: Evoluzione del debito pubblico (1982-2011)

Figura III.2: Rendimenti dei titoli di Stato decennali (da ottobre 2009 a giugno 2012)

Figura IV.1: Evoluzione del debito lordo delle amministrazioni centrali in percentuale rispetto al PIL: economie avanzate ed emergenti, 1860-2011

Figura IV.2: Evoluzione del debito estero totale (pubblico e privato) in percentuale rispetto al PIL: 22 economie avanzate e 48 emergenti, 1970-2011

Figura IV.3: Evoluzione del credito privato nazionale in percentuale rispetto al PIL: 22 economie avanzate e 28 emergenti, 1950-2011

Figura V.1: Confronto tra il debito di Spagna e Regno Unito

Figura V.2: Confronto tra i tassi di interesse di Spagna e Regno Unito

Figura V.3: Inflazione in Italia e area euro negli ultimi venti anni

Figura V.4: PIL reale dei Paesi dell'Eurozona, dei 10 Paesi dell'Unione Europea che non adottano l'Euro e degli Stati Uniti negli ultimi 15 anni

ELENCO DELLE TABELLE

Tabella IV.1: Caratteristiche dei casi di eccesso di debito pubblico nelle economie avanzate (1800-2011)

Tabella IV.2: Analisi degli esempi concreti di eccesso di debito pubblico nelle economie avanzate (1800-2011)

1 INTRODUZIONE

Il debito pubblico costituisce da tempo una delle principali problematiche nella maggior parte delle economie mondiali. Capita spesso di sentire parlare del debito sovrano nei vari Paesi che è, inoltre, fonte di timori per economisti, politici e autorità internazionali. In questo lavoro, pertanto, si cerca di affrontare tale tematica, riprendendo inizialmente tutto ciò che ha da offrire la letteratura economica sul debito sovrano, analizzando sia opere teoriche che empiriche. Successivamente si tratta la Grande Recessione, ovvero la più grande crisi economica mondiale recente, verificatasi tra il 2007 e il 2013, concentrando l'attenzione sulla crisi dei debiti sovrani europei. Infine, dopo aver fornito un'analisi di esempi concreti di eccessi di debito pubblico nelle economie più sviluppate dagli inizi del 1800, si studia la sostenibilità del debito pubblico, sia per le economie avanzate che per quelle in via di sviluppo.

Il secondo capitolo "La letteratura economica sul debito sovrano" riporta e studia decenni di contributi teorici ed empirici. La trattazione procede in quattro fasi. Nella prima si studia la legge sul debito sovrano, la cui caratteristica fondamentale è la più limitata applicazione delle normative rispetto a quello societario. Nella seconda e terza fase si esaminano, rispettivamente, la letteratura economica teorica sul debito sovrano e la nuova letteratura empirica. Infine, ci si chiede se e come il costo delle crisi dei debiti possa essere ridotto, facendo anche riferimento ai nuovi dibattiti politici.

Con il terzo capitolo si entra nella vera e propria crisi dei debiti sovrani europei. Alla fine del 2009, crebbero, tra gli investitori, timori riguardo possibili crisi dei debiti dei Paesi europei, che si intensificarono all'inizio del 2010 e successivamente. A lato di prestiti eccessivi, i governi ebbero problemi a finanziare ulteriori deficit di bilancio e servizi pubblici, in presenza di alti livelli di debito. Tra i membri dell'eurozona toccati dalla crisi vi furono Grecia, Irlanda, Italia, Spagna e Portogallo a cui si aggiunsero anche alcuni Paesi estranei all'eurozona.

Nel quarto capitolo, per meglio analizzare la tematica, si identificano e studiano esempi concreti di eccessi di debito pubblico nelle economie più sviluppate dagli inizi del 1800. In particolare, si utilizzano dati di lungo periodo a livello internazionale sviluppati da Reinhart e Rogoff, due illustri economisti, per esaminare i comportamenti della crescita economica e dei tassi di interesse in prolungati periodi di eccezionalmente elevato debito pubblico.

Infine, nel quinto capitolo, si discute riguardo la sostenibilità del debito pubblico. Lo Stato, nel caso in cui faccia ricorso insistentemente all'indebitamento per finanziare la spesa in eccesso, potrebbe affrontare problemi di sostenibilità delle passività pubbliche. Infatti, mano a mano che il debito si accumula, crescerà la spesa per interessi e lo Stato dovrà emettere nuove passività non solo per finanziare il disavanzo, ma anche per pagare i crescenti interessi sul debito accumulato. Dalla ricerca condotta emerge che si tratta di una problematica che interessa principalmente i Paesi in via di sviluppo e Stati che aderiscono ad "unioni monetarie non ottimali".

2 LA LETTERATURA ECONOMICA SUL DEBITO SOVRANO

2.1 INTRODUZIONE

La letteratura economica sul debito sovrano ha avuto un importante sviluppo negli ultimi anni. Dopo una crescita negli anni '80, la ricerca su questa tematica è stata abbandonata nella seconda metà degli anni '90; forse perché i problemi finanziari dei Paesi in via di sviluppo sono stati di altra natura, in particolare hanno riguardato il debito emesso privatamente e le crisi di liquidità. Nuove crisi dei debiti sovrani, cominciando con il default della Russia nel 1998, li ha riportati in primo piano sfidando alcune vecchie convinzioni e ponendo nuove domande.

La letteratura si è evoluta in tre direzioni principali. In primo luogo, una serie di contributi teorici ha dato risposte al vecchio interrogativo su come il debito sovrano possa esistere. Secondo, c'è stato un nuovo interesse teoretico sia nei confronti della sua struttura, visto che alcune delle più recenti crisi sono state causate da passività a breve termine e denominate in valuta estera, sia verso la sua rinegoziazione, procedura con la quale le condizioni originarie di un prestito vengono modificate per alleggerire l'onere del debitore. Infine, c'è stato uno straordinario sviluppo della letteratura empirica. Alla fine del secolo scorso, c'erano relativamente poche trattazioni empiriche sul perché i Paesi volessero ripagare i propri debiti. Al contrario, con l'inizio del XXI secolo, sono aumentati in modo esponenziale i lavori su questo argomento. Essi documentano i costi dei fallimenti, quando e perché le nazioni si indebitano, se scelgono di andare in default nelle fasi di espansione o recessione, in che modo i Paesi e i debitori ristrutturano le passività, come si sono comportati gli investitori in relazione al debito sovrano durante le crisi e in periodi più lunghi.

2.2 LA LEGGE SUL DEBITO SOVRANO

Nel mondo delle imprese i contratti di debito sono fatti rispettare dai tribunali e le società non possono decidere di non ripagare le proprie passività. Se lo facessero gli verrebbe fatta causa e i tribunali le costringerebbe a riconsegnare attività al creditore. Questo meccanismo di applicazione della legge è molto più limitato nel debito sovrano: il debitore, infatti, inizialmente godeva di una rilevante protezione che è, però, diminuita nel tempo, sia attraverso cambiamenti legali che istituzionali, al fine di proteggere maggiormente i diritti dei creditori.

2.2.1 Principi a protezione degli Stati debitori

I debitori sovrani sono stati tradizionalmente protetti dal principio dell'immunità sovrana, il quale afferma che non possono essere processati in tribunali stranieri senza il loro consenso. Così, a meno che un creditore danneggiato riuscisse a persuadere il suo governo a fare pressione, lui era privato di rimedi legali per riavere i pagamenti. Tuttavia, l'immunità poteva essere revocata: uno Stato sovrano poteva entrare in una relazione contrattuale in cui si sottometteva volontariamente all'autorità di un tribunale estero nel caso di disputa. Questa era la dottrina prevalente nel XIX e nella prima metà del XX secolo.

A seguito della Seconda guerra mondiale, una visione più restrittiva dell'immunità sovrana si andava affermando (Brownlie, 2003, p. 325). Il governo degli Stati Uniti incoraggiava una teoria più limitata con la quale veniva negata ai sovrani stranieri l'immunità per attività commerciali svolte dentro, o con effetto diretto verso, gli Stati Uniti. Questa visione è stata incorporata nel "Foreign Sovereign Immunities Act" del 1976. La Gran Bretagna ha adottato una normativa simile nel 1978 e altri ordinamenti giuridici si sono mossi in questa direzione (Lee C. Buchheit, 1986, 1995; Brownlie, 2003). Di conseguenza, l'immunità sovrana non ha più un ruolo rilevante nel proteggere i debitori dalle azioni legali dei creditori e gli Stati sovrani possono ora essere giuridicamente ritenuti responsabili per violazione di contratti commerciali sia con altri Stati che con privati.

Successivamente, due principi legali sono stati invocati dai debitori sovrani per resistere alle cause legali dei creditori durante gli anni '80 e '90. Il primo è "The act of state doctrine", il quale afferma che i tribunali non dovrebbero giudicare la validità di atti degli Stati sovrani stranieri compiuti nel proprio territorio. Questo principio si dimostra però essere di poco utilizzo. Il secondo è "International comity" che, stando alla decisione della Corte Suprema USA del 1895, è definito come "il grado di riconoscimento che una nazione autorizza dentro il suo territorio agli atti legislativi, esecutivi o giudiziari di un altro Paese" (Hilton v. Guyot, United States Reports, Vol. 154, p. 159). Anche se ritenuta una norma meno rigida rispetto all'immunità sovrana e all'atto di stato, Power (1996, p. 2738) la descrive come "non la regola della legge, ma piuttosto quella della pratica, della convenienza e del tornaconto personale".

2.2.2 Rafforzamento legale dei contratti di debito sovrano

Come è emerso, le protezioni legali degli Stati sovrani si sono ridotte significativamente negli anni '80. Per vedere se questo ha effettivamente permesso ai

creditori, dopo episodi di default, di ottenere i risarcimenti dai debitori sovrani attraverso i tribunali, si ricorre ad alcuni casi concreti.

Il primo è “Allied Bank International v. Banco Crédito Agrícola de Cartago”. In questa occasione, Costa Rica ha sospeso i pagamenti del debito a un consorzio bancario e successivamente si è raggiunto un accordo di ristrutturazione del debito con i creditori. Allied Bank si è contrapposta e ha fatto causa nei tribunali degli USA. In questo modo, ottenendo un giudizio favorevole, ha dimostrato che i principi a protezione dei debitori sovrani non necessariamente li difendevano nei casi di default.

Durante il prosieguo degli anni '80, le cause legali dei creditori rimanevano rare per due ragioni. La prima è che c'erano meccanismi che portavano a negoziazioni collettive con il debitore e la seconda è che i proprietari dei debiti erano banche, le quali avevano un incentivo normativo contro il dichiarare un creditore in default, visto che questo richiedeva loro la svalutazione dei prestiti. La situazione ha iniziato a cambiare alla fine dagli anni '80, quando le banche creditrici cominciarono a fare accantonamenti per le perdite e a cancellare prestiti. Inoltre, la creazione di un mercato secondario nei prestiti cartolarizzati ha permesso ai nuovi investitori di comprare debito in default a bassi prezzi. Varie rilevanti cause legali, che riguardavano debito acquistato nei mercati secondari, si sono susseguite. Un episodio interessante è quello che vedeva contrapposti la famiglia Dart, che aveva accumulato 1,4 miliardi di debito Brasiliano in default a notevoli sconti, contro la Banca Centrale del Brasile (CIBC Bank and Trust Co. Ltd. V. Banco Central do Brazil; Power, 1996 e John Nolan, 2001). Si era raggiunto un accordo per la ristrutturazione del debito attraverso lo scambio con Brady bonds nel 1993 con tutti i creditori tranne i Dart. Questi ultimi, infine, sono riusciti ad uscirne a condizioni molto più vantaggiose rispetto al resto dei creditori vendendo il debito detenuto sotto forma di “Eurobond” sul mercato. Vari aspetti dell'episodio sono rilevanti. In primo luogo, il Brasile non ha invocato né il principio dell'immunità sovrana né “The act of state doctrine” a sua difesa, a riconoscimento del fatto che questi principi avevano ormai perso il potere protettivo. Ha cercato, invece, di ricorrere a due argomentazioni che erano state designate per respingere oppositori che avessero acquistato debito nel mercato secondario, le quali sono state poi rifiutate dal tribunale. Infine, le sentenze delle corti hanno affermato che era giusto querelare il debitore sulla base di un diritto acquistato sul mercato secondario ma che i creditori non dovevano avere vantaggi rispetto agli accordi di ristrutturazione del debito negoziati con la maggioranza degli investitori (Power, 1996).

Un ultimo caso degno di nota è il default dell'Argentina nel 2001 in cui c'è stato un elevato numero di azioni legali che si sono concluse a favore dei creditori. Tuttavia, tentativi di attaccare alcune attività si sono mostrati vani e allo stesso modo lo sono stati gli sforzi di bloccare l'offerta di scambio del debito argentino nel 2005.

In generale, i cambiamenti nel sistema legale dalla fine degli anni '70 hanno reso più facile per i creditori ottenere richieste di giudizio. Detto questo, interi rimborsi dei debiti sono rimasti casi eccezionali e parecchi creditori non hanno ricevuto niente (Federico Sturzenegger e Jeromin Zettelmeyer, 2007b). Inoltre, tentativi di fermare negoziazioni di ristrutturazione o scambi del debito attraverso azioni legali non hanno avuto l'esito sperato.

2.3 LA TEORIA ECONOMICA SUL DEBITO SOVRANO

Come si è visto, penalità o rimedi legali esistono nel caso di default, seppur in misura limitata. Per questo, ci si interroga sulla ragione per cui le passività, tuttavia, vengono ripagate e come possa esistere un mercato del debito sovrano. Gran parte della letteratura economica si concentra su questo problema.

Secondo Eaton e Gersovitz, l'unico mezzo dei creditori per rivalersi in caso di default sarebbe attraverso la negazione del credito in futuro. Infatti, se i debitori potessero assicurarsi contro shock produttivi negativi solo attraverso l'indebitamento e il default portasse all'esclusione permanente dai mercati del credito, allora la minaccia di perdere l'accesso al credito sarebbe una ragione sufficiente per assolvere il proprio obbligo.

In seguito, però, sono state poste obiezioni e da qui la letteratura si è evoluta in tre direzioni. Un primo gruppo di autori vede le punizioni dirette come la ragione dei risarcimenti del debito, ad esempio attraverso l'intromissione nelle transazioni correnti di un Paese. Una seconda linea di ricerca afferma che i governi ripagano perché hanno paura delle ripercussioni di un default nel mercato del credito. Infine, un terzo gruppo di autori sostiene l'idea che gli incentivi a risarcire il debito sovrano vengono dal fatto che i default infliggono un ampio danno collaterale al governo del Paese debitore o alla sua economia. Un modo in cui questo si può verificare è quando i default hanno effetti avversi sulla reputazione del debitore e porta gli altri operatori economici a cambiare atteggiamento dopo aver osservato un inadempimento. Un approccio simile si concentra sul contenuto di informazioni che un default può rivelare riguardo le strutture sottostanti dell'economia (Guido Sandleris, 2005; Luis Catão e Sandeep Kapur, 2006; Kapur, Ana Fostel, e Catão, 2007). Per esempio, un default può segnalare che le condizioni di credito sono più stringenti di quanto ci si aspettava, che la posizione finanziaria del governo è più debole di come si

pensava o che la produzione futura sarà inferiore alle aspettative. Questo porterà poi a uscite di capitale, riduzioni negli investimenti e crisi finanziarie dopo i default. Un'alternativa di analisi dei costi dei default sovrani è di supporre che essi limitano la possibilità per privati di ottenere il capitale necessario per comprare fattori produttivi importati. In questo caso, il default porterà ad un'inefficiente allocazione del lavoro e avrà un effetto negativo sulla produttività totale dei fattori.

In linea generale, la teoria classica del debito sovrano suggerisce che incentivi a ripagare il debito possono derivare da una perdita di reputazione nel mercato del credito internazionale, da ritorsioni commerciali o da intimidazioni legali. Modelli più recenti si concentrano maggiormente sugli effetti interni dei default. In questo caso, incentivi a ripagare vengono dal fatto che eventuali inadempienze possono avere effetti avversi negli operatori nazionali oppure esse possono essere interpretate come debolezze dello Stato e dell'economia. Queste ultime possono a loro volta far sì che i default creino molti altri problemi economici.

2.4 RELAZIONE EMPIRICA TRA DEBITO PUBBLICO E DEFAULT

Di seguito, si osserva l'evidenza empirica sul default e debito sovrano verificando se i dati possono aiutare nella scelta tra le teorie discusse nel terzo paragrafo. Inoltre, si analizza se ci sono cambiamenti nel comportamento del mercato del debito sovrano e nella risoluzione di crisi attribuibili all'evoluzione del sistema legale osservata nella seconda sezione.

2.4.1 Quando si indebitano i Paesi?

Secondo la maggioranza dei modelli osservati, la ragione principale per indebitarsi è bilanciare il consumo trasferendo redditi dai paesi ricchi a quelli poveri del mondo. Pertanto, l'indebitamento sovrano dovrebbe essere anticiclico. Tuttavia, un'ampia letteratura, supportata anche dalla dimostrazione empirica, ha evidenziato che i Paesi in via di sviluppo hanno seguito una politica fiscale prociclica e allo stesso modo si è comportato il debito sovrano, aumentando nei periodi favorevoli e diminuendo nelle fasi negative. Tre sono le teorie a sostegno della prociclicità. La prima sostiene che i Paesi emergenti non riescono ad accedere al credito internazionale durante le recessioni. Di conseguenza, questi troveranno ottimale accumulare riserve durante le fasi di espansione per poi spendere nelle recessioni. Una seconda teoria mostra che la prociclicità nasce dalla presenza di conflitti

tra diversi gruppi di interesse. Infine, un terzo modello lega l'osservata prociclicità alla natura degli shock dell'output.

2.4.2 Quando fanno default i Paesi?

I Paesi potrebbero essere tentati di fare default piuttosto che ripagare ma, sapendolo, i creditori non presteranno oltre un certo limite rispetto al quale l'essere inadempienti e l'affrontare un'autarchia finanziaria è preferibile al ripagare. Così, nei modelli più semplici i default non ci sarebbero mai. Questi possono sorgere in condizioni di equilibrio nei modelli di debito sovrano, se incorporano incertezza sull'output e il mercato del debito è caratterizzato da contratti incompleti. Una sequenza di diminuzioni negli output può sfociare in una situazione in cui i Paesi si indebitano fino al proprio limite di credito. Se la futura produzione fosse ancora negativa, le varie nazioni preferirebbero fare default piuttosto che ridurre il consumo in un momento in cui è particolarmente difficile. Infatti, teorie che assumono shock persistenti ottengono che i default sono anticiclici: tendono ad esserci nelle fasi di recessione.

I dati sembrano supportare la teoria. Vari autori riscontrano una relazione negativa tra output e default. Tuttavia, gli schemi tradizionali del debito sovrano fanno fatica a spiegare le caratteristiche di queste insolvenze per due ragioni. La prima è che tendono a sottostimare enormemente l'incidenza dei default e si riscontra, in secondo luogo, che la relazione empirica tra realizzazione di una produzione negativa e default non è così forte come ci si aspetti. Tomz e Wright (2007) forniscono due interpretazioni per questi limiti individuati: in primo luogo affermano che, oltre agli shock negli output, le società potrebbero essere soggette ad altre esternalità negative che influenzano il trade-off tra il fare default e il ripagare, in particolare shock politici. La seconda è che la definizione di "recessione" può essere più ampia che una situazione in cui l'output è sotto il trend.

La prova empirica dimostra che gli episodi di default tendono a verificarsi a gruppi, tipicamente a seguito di un periodo di rapida espansione del credito ai Paesi debitori. Pertanto, i default sono influenzati, oltre che da shock negativi nel Paese debitore, anche dal comportamento dei creditori e dai mercati internazionali del capitale.

Un'altra corrente letteraria sul debito e sulle crisi monetarie nei mercati emergenti pone l'attenzione sugli effetti dei comportamenti e delle aspettative dell'investitore. Dato un livello di debito, condizioni finanziarie internazionali più stringenti renderanno l'indebitamento nei periodi difficili più costoso e il default più conveniente.

Altri autori argomentano che alcuni Paesi potrebbero accumulare debito in modo smisurato e, in queste condizioni, piccoli shock di qualsiasi tipo potrebbero innescare un default.

Infine, c'è una più ampia letteratura empirica sui fattori determinanti delle crisi di debito. L'obiettivo di questa è principalmente prevedere i default attraverso l'utilizzo di indicatori di preallarme e l'individuazione di correlazioni tra crisi. I risultati, però, hanno spesso interpretazione ambivalente e solo limitata utilità come prove per previsioni teoriche.

2.4.3 Come sono risolti i default?

Il processo attraverso il quale le crisi di debito sono risolte è cambiato significativamente dagli anni '80, principalmente come conseguenza della cartolarizzazione del debito e di cambiamenti nell'identità e rappresentanza dei creditori. Durante gli anni '70 e '80 i creditori dei mercati sovrani emergenti erano per lo più banche. Dopo la metà degli anni '90, invece, i creditori erano principalmente detentori di titoli con caratteristiche istituzionali notevolmente variegate. Non c'era rappresentanza unificata dei creditori e generalmente neanche un processo strutturato di negoziazione. Le ristrutturazioni del debito prendevano la forma di offerte di scambio prendere o lasciare, sebbene erano solitamente precedute da discussioni informali con i creditori. Cambiava anche il ruolo di terzi, in particolare del Fondo Monetario Internazionale, che in queste negoziazioni assumeva un approccio più distaccato. Di conseguenza, ci si chiede se questi cambiamenti avessero conseguenze sia nell'efficienza della risoluzione delle crisi di debito sia nei costi dei default. All'inizio del XXI secolo, gli operatori dei mercati e la comunità politica credevano che ci fossero implicazioni e in peggio. Queste paure, finalmente, non si materializzarono. I default più recenti sembravano essere risolti in tempi brevi con rare controversie prima e dopo della ristrutturazione e solo uno, il default argentino, è durato più di due anni. Inoltre, si dimostra che le caratteristiche del debitore incidono di più sulla durata delle ristrutturazioni del debito piuttosto che quelle del creditore.

2.4.4 Qual è il costo del default per i debitori?

Di seguito, ci si concentra sulla individuazione del costo del default per i debitori e si osserva cosa offre la letteratura empirica su questa tematica. Dopo un default c'è un periodo di esclusione dal mercato del capitale che comprende il tempo trascorso fino alla ristrutturazione del debito. Una volta terminato, i Paesi in default negli ultimi decenni

hanno riguadagnato l'accesso ai mercati internazionali del capitale abbastanza velocemente. Pertanto, è chiaro che la paura di essere esclusi non può essere la sola o principale ragione per cui i Paesi ripagano i loro debiti. Successivamente a un episodio di inadempimento, anche i costi di indebitamento subiscono conseguenze e tendono ad essere più elevati (Sturzenegger e Zettelmeyer, 2007; Borensztein e Panizza forthcoming-a). Tuttavia, gli autori sostengono che questo effetto è di breve periodo e tende a diminuire significativamente o scomparire nel lungo periodo. I default, quindi, non sembrano influenzare il costo di indebitamento in un modo che è vissuto a lungo e quantitativamente rilevante e questo, quindi, non sembra essere un plausibile dissuasivo del default. In generale, le suddette constatazioni non danno sostegno alle teorie del debito sovrano basate sul mantenere una buona reputazione sul mercato del credito. Inoltre, i creditori possono imporre altre penalità ai Paesi inadempienti, oltre alla futura esclusione dal mercato del capitale o i maggiori costi di indebitamento. Si osservano principalmente tre tipi di sanzioni: pressione militare o politica, sanzioni legali e riduzioni nel commercio.

Come si è visto, i default tendono ad essere negativamente correlati con la produzione nazionale. Tuttavia, è stato dimostrato che ci può essere un legame causale anche nell'altra direzione. Infatti, eventuali inadempienze possono causare diminuzioni negli output. Alcuni autori affermano che ci sono canali specifici attraverso i quali i default possono peggiorare crisi economiche già in corso: accrescono le probabilità di crisi bancarie e riducono gli investimenti diretti provenienti dall'estero. La dimostrazione che i costi dei default sono principalmente domestici dà un impulso a nuove teorie sul debito sovrano che non si basano su sanzioni esterne o esclusione dal mercato del capitale.

Avendo analizzato default e rinegoziazioni susseguitesesi negli anni '90, è interessante osservare l'incidenza e gli aspetti dei costi dell'insolvenza considerando otto episodi più recenti (1998-2005). Dal loro studio, in primo luogo, non si osservano casi di esclusione dal mercato del capitale. Nell'anno del default, i flussi privati di capitale erano leggermente sotto il trend ma hanno cominciato a migliorare di lì a poco e in tre mesi erano già sopra il trend. Inoltre, per quanto riguarda la punizione attraverso maggiori costi di indebitamento, si constata che, all'indomani dei default, gli spread ritornano ai livelli originari entro ventiquattro mesi o meno. Gli effetti sugli spread sono, quindi, temporanei. Per quanto riguarda l'andamento delle esportazioni, non si rilevano effetti negativi di lunga durata delle insolvenze. Infine, l'evoluzione della crescita del PIL mostra che c'è un rallentamento e si trova sotto la media nell'anno del default. Sebbene successivamente la crescita riprenda velocemente, le perdite degli output saranno permanenti, nel senso che non si può pensare

che saranno compensate con maggiori crescite dopo la crisi (Valerie Cerra e Sweta Chaman Saxena, 2008). In generale, si può dire che questo, insieme alla perdita di potere della classe politica al comando che conduce il Paese al default, si rivela il principale costo tangibile negli ultimi casi di fallimenti.

2.5 SI POSSONO RIDURRE I COSTI DELLE CRISI DI DEBITO?

Le crisi di debito sono costose poiché possono portare a riduzioni negli output, danni nel settore finanziario e un periodo di esclusione dal mercato del capitale. Questo ha portato a una serie di proposte per modificare le istituzioni, i contratti che regolano i flussi monetari e la ristrutturazione del debito. Molti autori hanno affrontato questa tematica senza, però, trovare una soluzione soddisfacente. Il messaggio politico principale che ne deriva è che c'è sicuramente spazio di manovra per interventi pubblici che potrebbero ridurre i costi delle crisi di debito e cercare di prevenirle. Tuttavia, l'azione deve essere studiata attentamente o potrebbe essere controproducente.

2.6 CONCLUSIONI

In conclusione, si analizzano brevemente le peculiarità delle nuove crisi dei debiti sovrani e della nuova generazione letteraria.

Circa tre decenni dopo gli innovativi contributi di Eaton e Gersovitz, non c'è ancora risposta pienamente soddisfacente a come il debito sovrano possa esistere, visto che nessuna delle sanzioni individuate dalla teoria classica ha avuto molto sostegno empirico. Inoltre, mentre il canale legale per rinforzare i pagamenti del debito sembrava guadagnare rilevanza negli anni '90, questo si mostrò poi debole per una mancanza di attività attaccabili fuori dall'ordinamento giuridico dei debitori e perché, quando questi ultimi si sono trovati in default, sono stati capaci di emettere nuovo debito internamente a basso costo. Se non altro, i danni collaterali domestici che derivano dalle crisi di debito hanno diminuito l'incidenza dei default, poiché i fatti dimostrano che questi amplificano le perdite di prodotto osservate nelle crisi. Finalmente, mentre il legame tra crisi del debito sovrano e l'esistenza di mercati del debito pone interrogativi agli operatori politici che vogliono ridurre i costi successivi alla crisi, una nuova letteratura suggerisce che questo non è impossibile. Da un punto di vista generale, le costose crisi sono la conseguenza di contratti incompleti che, se strutturati in modo che mantengono il debitore solvente e punisce il ripudio, riduce il verificarsi di default. Ci devono essere, però, buone ragioni per cui

contratti di questo genere non si osservano nella realtà, ma si dovrà comunque cercare di andare verso un loro cambiamento e riforma.

In generale, diversi decenni di letteratura sul debito sovrano non sembrano aver risposto ad alcuni rilevanti interrogativi. Tuttavia, hanno escluso alcune risposte e dato un'indicazione su dove concentrarsi. Hanno dimostrato, comunque, cause ed effetti di crisi dei debiti sovrani e come queste possono essere attenuate. Con nuovi Paesi in via di sviluppo, particolarmente in Africa, che stanno entrando nel mercato del debito internazionale, questi temi saranno probabilmente materia di dibattito e ricerca nei prossimi anni.

3 LA CRISI DEI DEBITI SOVRANI EUROPEI

3.1 LA ZONA EURO

La capacità dei Paesi membri dell'eurozona di affrontare shock macroeconomici e finanziari è stata identificata come la sfida principale per il successo dell'euro sin dalla sua nascita (Feldstein, 1997; Wyplosz, 1997; Lane, 2006).

La realizzazione del "dollar union" negli Stati Uniti è stata molto più completa rispetto a quella dell'euro, poiché in quest'ultima l'unione monetaria non è stata abbinata ad un rilevante grado di unione bancaria o fiscale. Infatti, la regolamentazione finanziaria e la politica fiscale sono da considerarsi di responsabilità nazionale.

Ci sono state tre fasi principali nella relazione tra euro e crisi del debito sovrano europeo, la quale si è verificata a partire dal 2009 a seguito della crisi finanziaria. In primo luogo, l'iniziale progetto istituzionale ha aumentato verosimilmente i rischi fiscali nel periodo pre-crisi. Secondo, una volta scoppiata la crisi, queste imperfezioni nella struttura dell'eurozona hanno amplificato l'impatto fiscale dell'emergenza attraverso molteplici canali. Infine, le restrizioni imposte dall'unione monetaria, insieme alla caotica risposta politica europea e al fallimento delle istituzioni che non sono state capaci di gestire l'emergenza, hanno influenzato durata e intensità del periodo previsto di recupero post-crisi.

Nei prossimi paragrafi si analizzano le suddette tre fasi e si presentano riforme che potrebbero aumentare la resilienza della zona euro.

3.2 FATTORI DI RISCHIO PRE-CRISI

L'iniziale progetto della zona euro ha cercato di affrontare il problema dell'eccessivo indebitamento in due modi. Primo, il Patto di Stabilità e Crescita ha posto limiti nei deficit annuali di bilancio del 3% del PIL e nell'ammontare di debito pubblico, il quale non doveva superare il 60% del PIL. Secondo, la regolamentazione ha incluso una "clausola di non salvataggio", la quale implica che, se un governo nazionale non rispettasse i propri obblighi, ci sarebbe un default sovrano.

Tuttavia, il debito pubblico non sembrava essere un problema imminente per i Paesi europei nei primi anni del XXI secolo. Analizzando l'evoluzione del debito nell'eurozona e negli Stati Uniti, non si sono rilevate significative differenze. Il rapporto tra debito pubblico e PIL nel 1995 era circa del 60% negli USA e del 70% nei Paesi che faranno parte della zona euro. Inoltre, le percentuali sono diminuite alla fine degli anni '90, per poi

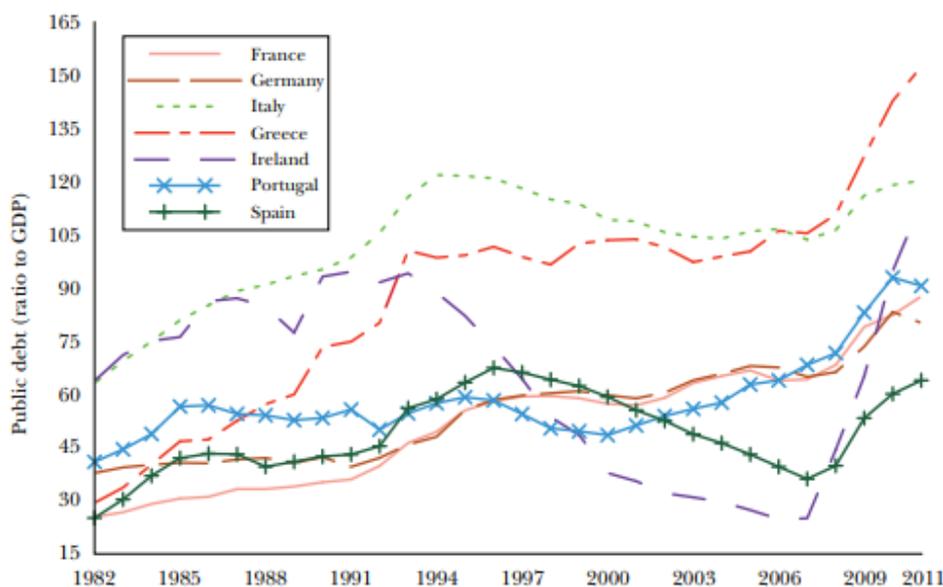
ritornare ai loro valori iniziali nel 2007 e crescere negli anni della crisi, più velocemente per gli Stati Uniti che per i Paesi europei.

Tuttavia, la percentuale aggregata dell'eurozona nasconde significative variazioni a livello nazionale. Nella figura III.1 si analizza l'evoluzione dei rapporti di debito pubblico in sette Paesi europei chiave negli anni 1982-2011. Innanzitutto, sia Italia che Grecia avevano rapporti sopra il 90% sin dai primi anni '90 e non hanno mai raggiunto il limite del 60%, stabilito dalle regole fiscali europee. Spagna e Irlanda hanno raggiunto notevoli diminuzioni nei loro rapporti di debito grazie ad una rilevante crescita del PIL. La percentuale del Portogallo, dopo un calo alla fine degli anni '90, ha cominciato a crescere nei primi anni del XXI secolo. Infine, Francia e Germania hanno sempre avuto rapporti di debito intorno al limite imposto dal Patto di Stabilità e Crescita. In generale, quindi, nel 2007 i livelli di debito sovrano erano elevati per Grecia ed Italia e il trend Portoghese era preoccupante. Invece, i bilanci della Spagna e dell'Irlanda sembravano in buone condizioni. Inoltre, i bassi spread sui debiti pubblici segnalavano che i mercati non si aspettassero possibili default.

Così, il periodo 1999-2007, con una rilevante crescita economica e una buona situazione finanziaria, ha nascosto l'accumulo di vulnerabilità fiscali, finanziarie e macroeconomiche (Wyplosz, 2006; Caruana e Avdjiev, 2012).

Figura III.1:

Evoluzione del debito pubblico (1982-2011)



Fonte: Dati da "IMF Public Debt Database".

3.2.1 Squilibri finanziari ed esterni

Un indicatore chiave di possibili crisi bancarie è la dimensione del precedente boom creditizio nazionale (Gourinchas e Obstfeld, 2012). Infatti, i Paesi periferici della zona euro hanno vissuto rilevanti espansioni del credito per due ragioni. In primo luogo, hanno potuto raccogliere fondi nella loro valuta, grazie all'ingresso nell'eurozona, al contrario della precedente situazione in cui si indebitavano in una moneta estera e poi speravano che i tassi di cambio non variassero. Secondo, tassi di interessi più bassi e maggiore facilità nella disponibilità del credito hanno stimolato l'indebitamento nei settori del consumo e immobiliare (Fagan e Gaspar, 2007).

Inoltre, un fenomeno correlato è la crescita nei deficit delle partite correnti, ovvero quando una nazione sta importando più beni e servizi di quanti ne sta esportando, e si sta quindi indebitando con altri Paesi. Nella fase pre-euro questi disavanzi si sono mantenuti piuttosto bassi, per poi aumentare successivamente e, nel 2007, tutti i Paesi europei, tranne la Germania, hanno registrato preoccupanti valori negativi.

Numerosi sono i fattori di rischio identificati per nazioni che registrano ampi e duraturi deficit (Blanchard, 2007).

Per quanto riguarda la crescita nel medio periodo, un disavanzo di conto corrente può essere dannoso se la maggiore spesa nei beni non commerciabili supera quella nei commerciabili. Di seguito, si arriva ad un aumento dei salari e riduzione della disponibilità di risorse per industrie che possono incrementare la produttività del sistema. Questo è particolarmente rischioso nel caso di un'unione monetaria poiché la presenza di rigidità nominali fa sì che la riduzione dei salari, richiesta una volta risanato il deficit, si possa ottenere solo con un aumento della disoccupazione.

Inoltre, un disavanzo nelle partite correnti può portare a rischi di breve periodo quando c'è un arresto improvviso nei finanziamenti e il deficit deve essere ridotto velocemente. Inversioni nei flussi di capitali si sono spesso dimostrate costose in termini di diminuzioni di output, maggiore disoccupazione, calo nei prezzi di attività e maggiori rischi di crisi bancarie (Freund e Warnock, 2007).

Tuttavia, gli squilibri di conto corrente avrebbero potuto essere fattori positivi. Infatti, potevano aumentare la convergenza nei redditi redistribuendo risorse dai Paesi ricchi a quelli poveri oppure favorire la stabilizzazione dei consumi (Blanchard e Giavazzi, 2002). Ma l'accumulo di disavanzi nei conti correnti ha portato, infine, a rilevanti rischi macroeconomici poiché gli afflussi di capitale hanno alimentato investimenti con poca

incidenza sulla crescita della futura produttività e hanno ritardato l'adattamento a futuri shock strutturali.

3.2.2 Il boom 2003-2007

La fase più acuta di dispersione nella crescita del credito e nei deficit di conto corrente c'è stata nel periodo 2003-2007 (Lane e Pels, 2012; Lane e McQuade, 2012). Una spiegazione completa del suo tempismo è ancora mancante. Tuttavia, il fatto che si manifesti in simultanea con l'espansione della cartolarizzazione nei mercati finanziari internazionali, con la crisi dei subprime negli Stati Uniti e con la diminuzione negli indici di rischio finanziario, suggerisce che la risposta si può trovare nelle dinamiche sottostanti del sistema finanziario globale e l'insolito basso tasso d'interesse prevalente in questo periodo.

3.2.3 Fallimento nel rafforzare la politica fiscale

La gestione delle politiche di bilancio durante gli anni che vanno dal 2003 al 2007 è stata un fallimento e, quindi, un'opportunità persa. Infatti, in questo periodo, ci sono state notevoli entrate fiscali grazie ai crescenti prezzi di attività, alla elevata attività di costruzione, agli afflussi di capitale e ai tassi di inflazione favorevoli. Inoltre, i bassi tassi di interesse facevano sì che il costo del debito fosse inferiore alla media storica. Tuttavia, questi introiti straordinari sono stati utilizzati solo in parte per migliorare la situazione fiscale, poiché sono stati impiegati, soprattutto, sotto forma di spesa pubblica extra o tagli alle tasse.

Un altro fattore, che ha contribuito al fallimento nel rafforzare la politica fiscale, è stata la scarsa performance dei quadri di analisi utilizzati per valutare la sostenibilità delle finanze pubbliche. Questi, infatti, si focalizzavano nei valori percentuali del divario tra prodotto effettivo e potenziale per stimare il saldo di bilancio corretto per il ciclo. Non tenevano, quindi, conto dei rischi macroeconomici, finanziari e fiscali associati con l'espansione nei deficit esterni, nella crescita del credito, nel debito e nei prezzi delle case. Una migliore gestione del rischio avrebbe suggerito di accumulare riserve che potevano aiutare se e quando la favorevole fase di espansione sarebbe terminata in maniera improvvisa e dirompente (Lane, 2010).

Nei Paesi periferici della zona euro, la crisi finanziaria globale del 2008 ha portato gli investitori a rivalutare la sostenibilità della rapida crescita del credito e degli ampi disavanzi con l'estero. A sua volta, questo ha condotto a significanti uscite di capitali dal

settore privato, all'irrigidimento delle condizioni di credito e ad un arresto nell'attività di costruzione. Così, il settore bancario si è trovato ad affrontare crescenti perdite nei prestiti e la contrazione della liquidità nei mercati dei finanziamenti. Infine, l'impatto combinato delle recessioni nazionali, le difficoltà del settore bancario e il declino nella propensione al rischio degli investitori hanno alimentato le condizioni per le crisi dei debiti sovrani.

3.3 LA CRISI FINANZIARIA E LA CRISI DEI DEBITI SOVRANI

L'agosto del 2007 ha segnato la prima fase della crisi finanziaria globale, con i primi interventi della Banca Centrale Europea. Successivamente, si è entrati in una tappa più acuta nel settembre del 2008, con il crollo della banca d'affari "Lehman Brothers". Infine, la grave crisi finanziaria si è abbattuta gravemente in Europa all'inizio del 2009.

3.3.1 Dallo shock finanziario alla crisi dei debiti sovrani

Nel 2008 e 2009 c'era ancora poca preoccupazione per il debito sovrano europeo e l'attenzione principale era rivolta alle azioni della BCE per affrontare lo shock finanziario. Insieme alle altre banche centrali, essa ha ridotto i tassi di interesse a breve periodo, ha fornito liquidità denominata in euro e ha realizzato contratti swap per facilitare l'accesso delle banche europee al dollaro.

La crisi finanziaria ha avuto effetti variegati nei vari Paesi europei. Alla fine del 2008, i flussi finanziari internazionali si sono ridotti notevolmente, con gli investitori che hanno recuperato fondi e rivalutato i loro livelli di esposizione internazionale (Milesi-Ferretti e Tille, 2011). Questo processo ha influenzato negativamente soprattutto i Paesi con maggiore dipendenza nei finanziamenti esteri. La successiva cessazione del boom creditizio è stata specialmente problematica per l'Irlanda e la Spagna, visto che il loro settore delle costruzioni si era sviluppato notevolmente. Il declino di queste attività, che ha portato all'abbandono di progetti e alla caduta nei prezzi degli immobili, ha significato grandi perdite per il settore bancario che aveva concesso troppi prestiti garantiti dalle proprietà.

I mercati del debito sovrano della zona euro sono rimasti stabili durante il 2008 e nella maggior parte del 2009. In questi anni, l'interesse principale è stata la solidità del sistema bancario, con i rischi fiscali dei singoli Paesi ancora nello sfondo (Buitert e Sibert, 2006).

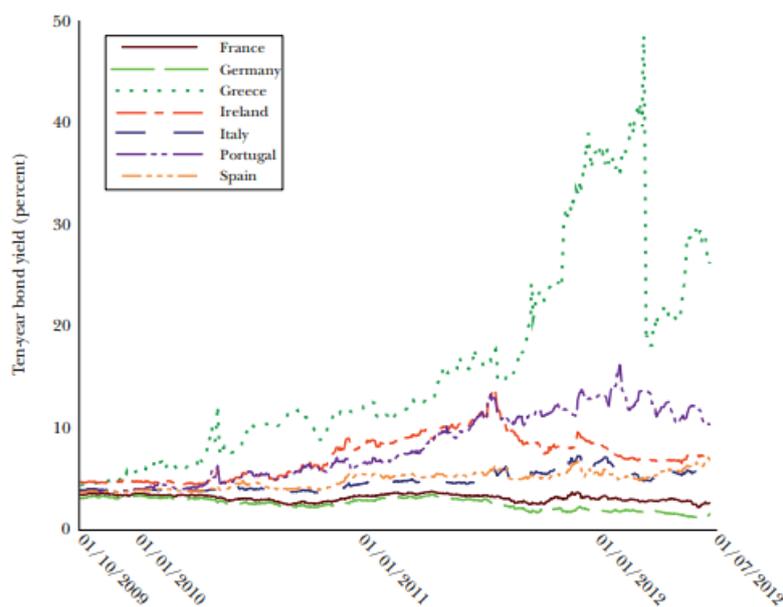
Alla fine del 2009, la crisi del debito sovrano europeo è entrata in una nuova fase. Numerose nazioni hanno registrato crescite nei rapporti deficit/PIL maggiori delle

aspettative. Inoltre, l'entità della recessione e le stime crescenti di perdite potenziali nel settore bancario hanno avuto un impatto indiretto sui valori dei titoli di stato, poiché gli investitori si sono accorti che il deterioramento del sistema bancario stava portando a rischi fiscali (Mody e Sandry, 2012).

Gli sviluppi avversi della crisi hanno condotto ad aumenti negli spread tra i titoli di stato. Nella figura III.2 si può osservare l'evoluzione nei rendimenti delle obbligazioni decennali dall'ottobre del 2009 fino a giugno del 2012. In primo luogo, si nota che il rendimento greco ha iniziato a divergere dal gruppo sin dagli inizi del 2010, per poi richiedere assistenza ufficiale nel maggio del 2010. Inoltre, si osserva un andamento comune nei rendimenti del Portogallo e dell'Irlanda, che successivamente hanno richiesto salvataggi all'UE. Infine, i rendimenti italiani e spagnoli si sono mossi insieme, con gli spread che rimanevano in una posizione intermedia tra i Paesi salvati e le nazioni più solide, ovvero Germania e Francia.

Figura III.2:

Rendimenti dei titoli di Stato decennali (da ottobre 2009 a giugno 2012)



Fonte: Calcoli di Philip R. Lane (2012) basati su dati da Datastream.

3.3.2 Aiuti finanziari e programmi UE/FMI

Tre nazioni hanno dovuto richiedere aiuti finanziari agli altri Paesi europei poiché altrimenti si sarebbero trovate sull'orlo del fallimento. In particolare, la Grecia è stata la

prima ad essere salvata ed esclusa dal mercato obbligazionario nel maggio del 2010, con l'Irlanda che è seguita nel novembre del 2010 e il Portogallo nell'aprile del 2011.

Successivamente ad ognuno dei tre salvataggi, sono stati stabiliti programmi congiunti dall'Unione Europea e dal Fondo Monetario Internazionale. Essi fornivano finanziamento triennale a condizione che i Paesi beneficiari applicassero formule fiscali austere e riforme strutturali per stimolare la crescita, ricapitalizzare e ridurre l'indebitamento del sistema bancario. Inoltre, è stato istituito il provvisorio "Fondo europeo di stabilità finanziaria (FESF o EFSF)", il quale poteva emettere obbligazioni per fornire finanziamenti in caso di crisi future. Successivamente, dal Luglio 2012, è stato sostituito dal "Meccanismo europeo di stabilità" (MES). Detto anche Fondo salva-Stati, è un'organizzazione internazionale a carattere regionale nata come fondo finanziario europeo per la stabilità finanziaria della zona euro.

I dettagli dei programmi UE/FMI hanno ripreso, soprattutto, le prassi abituali del FMI. Essi hanno affrontato, però, una serie di potenziali problemi.

Primo, vista l'entità dei deficit macroeconomici, finanziari e fiscali, il tempo richiesto per l'adeguamento era più lungo che i tre anni previsti negli accordi.

In secondo luogo, un consolidamento fiscale eccessivamente rapido poteva aggravare le debolezze del sistema bancario. Infatti, cadute negli output e crescente pressione fiscale contraggono il reddito disponibile delle famiglie e i profitti delle imprese, aumentando il rischio di default del settore privato.

Terzo, gli obiettivi fiscali non erano subordinati alle condizioni dell'economia europea.

Quarto, i programmi di salvataggio includevano una notevole penalità di 300 punti base, incorporati nel tasso d'interesse. Questa sanzione ha fatto ripagare i prestiti più onerosamente e ha dato l'impressione che le nazioni creditrici si approfittassero a spese dei Paesi salvati.

Il quinto problema derivava dal fatto che i finanziamenti erano stati utilizzati, oltre a coprire deficit fiscali, per ricapitalizzare sistemi bancari. Infatti, questa strategia avrebbe potuto essere problematica se avesse aumentato il debito pubblico e il rischio di default ad un livello eccessivo (Acharya, Drechsler, e Schnabl, 2010). Inoltre, elevati livelli di debito sovrano potevano amplificare crisi bancarie.

Sesto, il finanziamento veniva fornito solo se il livello di debito pubblico era considerato essere sostenibile.

In generale, elencando queste difficoltà, la risposta europea all'emergenza sembrerebbe più coerente di quello che è stata. In realtà, è giusto affermare che il tentativo di affrontare la crisi del debito sovrano europeo è stato improvvisato e disordinato, almeno fino alla metà del 2012.

3.3.3 Equilibrio generale in presenza di elevato debito pubblico

Un fattore rilevante durante la crisi è stato la maggiore instabilità nei mercati del debito pubblico dell'eurozona. Un Paese con elevate passività è vulnerabile ad incrementi nel tasso d'interesse che paga sul debito (Calvo, 1988; Corsetti e Dedola, 2011). Così, una maggiore percezione del rischio di default induce gli investitori a richiedere rendimenti più elevati, che a loro volta rendono l'insolvenza sul debito più probabile. Al contrario, se il rischio di default non è percepito, i tassi d'interesse rimangono bassi e il fallimento non ci sarà.

Numerose sono state le politiche discusse per raggiungere un buon grado di equilibrio generale. Innanzitutto, la prima è stata di rendere disponibile una rete di sicurezza ufficiale. Avrebbe fatto in modo che gli investitori non dovevano temere che un Paese potesse essere trascinato in default da un'incapacità di azzerare il debito, grazie alla disponibilità di riserve di finanziamento. Questa proposta non ha incontrato, però, il consenso delle nazioni creditrici per varie ragioni: tra queste la paura di subire perdite e il timore che i Paesi a rischio evitassero decisioni fiscali austere e riforme strutturali.

In secondo luogo, un'altra interessante politica è stata l'iniziativa della BCE di acquistare titoli di Stato. Già nel novembre del 2012, ne aveva accumulati per un ammontare pari a 200 miliardi di euro. Con questo programma di acquisti, non si voleva monetizzare il debito poiché la liquidità creata veniva, poi, cancellata con operazioni compensatrici di sterilizzazione. Invece, lo scopo è stato quello di fornire liquidità nel caso in cui alcuni mercati del debito sovrano si trovassero in difficoltà.

Ulteriori sono state le misure richieste alla Banca Centrale Europea (De Grauwe, 2012). Tra queste aumentare la potenza del "Meccanismo europeo di stabilità", permettendogli di prendere in prestito direttamente dalla BCE. Un'altra è stata di far sì che la BCE annunciasse da un lato, un limite massimo di tasso d'interesse sul debito sovrano di quei Paesi che rispettavano determinati criteri fiscali, e dall'altro garantisse di comprare passività a quel prezzo se necessario.

3.4 PROSPETTIVE PER LA RIDUZIONE DEL DEBITO SOVRANO

Dopo la crisi del debito sovrano europeo, numerosi Paesi si sono ritrovati con elevato debito pubblico in rapporto al PIL. I programmi di austerità fiscale hanno permesso di mantenere percentuali di passività stabili, ma fondamentale era l'obiettivo post-crisi di ridurre gradualmente i debiti pubblici a livelli più sicuri.

Quattro sono state le ragioni che non facevano ben sperare nel raggiungimento dello scopo prefissato.

Primo, ci si aspettava che la crescita nel PIL nominale fosse bassa. Nei Paesi avanzati c'è, infatti, meno possibilità di crescita della produttività che nelle nazioni in via di sviluppo e, così, la diminuzione dei rapporti debito/PIL è più difficile nei primi che nei secondi (DeLong e Summers, 2012).

In secondo luogo, l'ambiente economico-politico poteva essere insidioso poiché i Paesi più indebitati dovevano applicare tagli alle spese e aumenti alle imposte senza attenuazioni delle rigidità fiscali.

Terzo, le possibilità di finanziamento di almeno parte del debito pubblico con normative finanziarie stringenti sembravano limitate (Reinhart e Sbrancia, 2011).

Infine, premi per i rischi assunti non sembravano di poco conto per i Paesi più indebitati. Le rilevanti perdite sperimentate dal settore privato nel debito pubblico greco evidenziavano che investimenti nelle passività europee non erano prive di rischi.

3.5 RIFORME PER COMBATTERE FUTURE CRISI

Gli elevati livelli di debito sovrano e l'importanza di evitare future crisi hanno portato a riforme alle regole fiscali per l'eurozona. Infatti, dal 1 gennaio del 2013, è entrato in vigore il Patto di Bilancio Europeo, contenente una serie di regole vincolanti nell'UE per l'equilibrio di bilancio. La nuova regolamentazione fiscale si basa su due principi: l'elevato debito pubblico è una minaccia per la stabilità fiscale e, in secondo luogo, il saldo fiscale deve essere prossimo allo zero nell'arco del ciclo.

A differenza delle precedenti regole, che si basavano sull'equilibrio di bilancio generale, il nuovo sistema si focalizza sul saldo di bilancio strutturale. Si tratta di un indicatore che esprime la situazione dei conti pubblici coerente con il prodotto potenziale dell'economia, ossia al netto della componente ciclica e delle misure di bilancio. Inoltre, la nuova regolamentazione fiscale stabilisce un determinato lasso di tempo per ridurre il debito pubblico al di sotto del limite del 60% del PIL, con una riduzione annuale dell'eventuale eccedenza al tasso medio di un ventesimo.

Il nuovo sistema affronta, però, alcuni problemi di attuazione. In particolare, esso fronteggia difficoltà nella misurazione. Richiede, infatti, che analisti macroeconomici differenzino tra le fluttuazioni cicliche e quelle del trend in tempo reale e porta, così, i governi, ad applicare adeguamenti se gli errori di previsione aumentano negli anni ad un livello notevole (Bundesbank, 2011). Un altro problema è che, a differenza del Patto di Stabilità e Crescita, la fonte principale di disciplina fiscale è nazionale. Le regole fiscali devono essere, quindi, scritte nella legislazione nazionale e si rende necessaria la creazione di comitati nazionali indipendenti per monitorare il rispetto del nuovo sistema legale.

Al fine di proteggere la stabilità fiscale da futuri shock finanziari e macroeconomici, il Patto di Bilancio è stato integrato con nuove regolamentazioni europee. Queste vanno oltre le stringenti normative fiscali nel controllare gli eccessivi deficit. Infatti, sono stati identificati numerosi indicatori di rischio, tra cui la crescita del credito, gli indici dei prezzi delle case e i deficit esterni. L'obiettivo è fare in modo che un Paese possa intervenire in tempo per attenuare il rischio di crisi e aumentare la resilienza.

Ulteriori riforme sono state discusse ed applicate.

Innanzitutto, per proteggere il mercato unico e garantire un adeguato presidio ai rischi per la stabilità finanziaria, nel giugno del 2012 i Capi di Stato e di governo della zona euro hanno costituito l'Unione bancaria al fine di perseguire un insieme di obiettivi: spezzare il legame tra rischio sovrano e fragilità dei sistemi bancari nazionali; rafforzare l'integrazione tra i sistemi bancari in Europa; infine, dare una dimensione europea all'attività di supervisione sulle banche, attraverso un nuovo assetto istituzionale nello svolgimento dell'attività di vigilanza sul sistema bancario europeo.

Si è valutata poi, ed ancora oggi se ne parla, la possibilità di introdurre "Eurobond" comuni nella zona euro. Si tratta di un meccanismo solidale di distribuzione del debito a livello europeo attraverso la creazione di obbligazioni del debito pubblico dei Paesi facenti parte dell'eurozona, da emettersi a cura di un'apposita agenzia dell'Unione europea, la cui solvibilità sia garantita congiuntamente dagli stessi Paesi dell'eurozona. Lo scopo è quello di evitare attacchi speculativi nei mercati del debito sovrano europeo, che potrebbero avere un pericoloso impatto nel sistema economico (Favero e Missale, 2012).

Infine, un'altra possibile riforma, anch'essa argomento di attualità, è il raggiungimento di un più profondo grado di unione fiscale e, così, di un maggior coordinamento delle politiche fiscali nazionali. Essa permetterebbe di condividere flussi fiscali o programmi di spesa e di assumere un'unica posizione fiscale di fronte alle prevalenti condizioni macroeconomiche dell'eurozona.

4 ELEVATO DEBITO PUBBLICO: STUDIO ED ANALISI DI 26 ESEMPI CONCRETI

4.1 INDEBITAMENTO PUBBLICO

La recente crisi finanziaria e la successiva recessione hanno portato numerose conseguenze negative alle economie più avanzate. Tra queste si ricordano i livelli molto elevati e in costante crescita di indebitamento pubblico.

In Europa, in Giappone e negli Stati Uniti, il dibattito politico è centrato su come stabilizzare e diminuire i notevoli rapporti tra debito pubblico e PIL. Quest'ultimo è influenzato negativamente da una bassa crescita economica post-crisi. Per meglio analizzare la tematica, si identificano e studiano esempi concreti di eccessi di debito pubblico nelle economie più sviluppate dagli inizi del 1800. In particolare, si utilizzano dati di lungo periodo a livello internazionale sviluppati da Reinhart e Rogoff (2009), due illustri economisti, per esaminare i comportamenti della crescita economica e dei tassi di interesse in prolungati periodi di eccezionalmente elevato debito pubblico. A tal fine, si considerano ventisei esempi concreti verificatisi dal 1800 al 2011. Al contrario, studi precedenti si sono concentrati su pochi casi, i quali hanno avuto luogo prevalentemente negli anni '70 e '80.

Nella seguente trattazione, si inizia con un'analisi del concetto di "debt overhang", ovvero una situazione in cui un Paese ha un ammontare di debito così grande che non può prendere in prestito ulteriore denaro, neanche quando il nuovo finanziamento è necessario per un investimento che potrebbe avere un'importante redditività. Successivamente, si studiano i ventisei esempi di elevato debito.

4.2 L'ECCESSO DI DEBITO

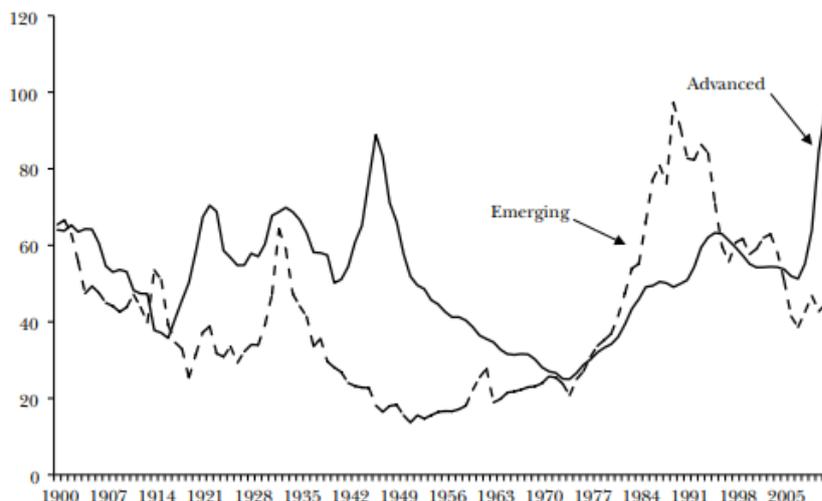
Sebbene l'interesse principale dell'analisi si rivolga alle eccedenze di debito pubblico, si può, al giorno d'oggi, constatare che le passività sono di vario tipo. Esse possono essere pubbliche, private, estere, pensionistiche e sanitarie. Anche se le informazioni a disposizione sono piuttosto limitate, sembra chiaro che i costi complessivi del debito, affrontati dalle economie avanzate, sono di dimensioni senza precedenti. In generale, l'interazione e la sovrapposizione tra le varie tipologie di debito risulta complessa e difficilmente comprensibile, ma è sicuramente di notevole importanza potenziale.

Di seguito, si riportano alcune interessanti analisi, inerenti la tematica del debito, nelle economie più e meno sviluppate.

Nella figura IV.1 è possibile osservare l'evoluzione del debito lordo delle amministrazioni centrali. In particolare, si osservano le passività di settanta Paesi, divisi in due sottogruppi di ventidue nazioni avanzate e quarantotto emergenti, con le due rispettive medie percentuali in rapporto al PIL. Il valore per i Paesi in via di sviluppo raggiunge l'apice di circa il 100% alla fine degli anni '80, mentre la media delle economie avanzate è elevata negli anni successivi alla Seconda Guerra Mondiale e si trova sopra il 90% nel 2010. La percentuale del 90%, anche definita benchmark, suggerisce che numerose nazioni si stanno indebitando più del dovuto.

Figura IV.1:

Evoluzione del debito lordo delle amministrazioni centrali in percentuale rispetto al PIL: economie avanzate ed emergenti, 1860-2011

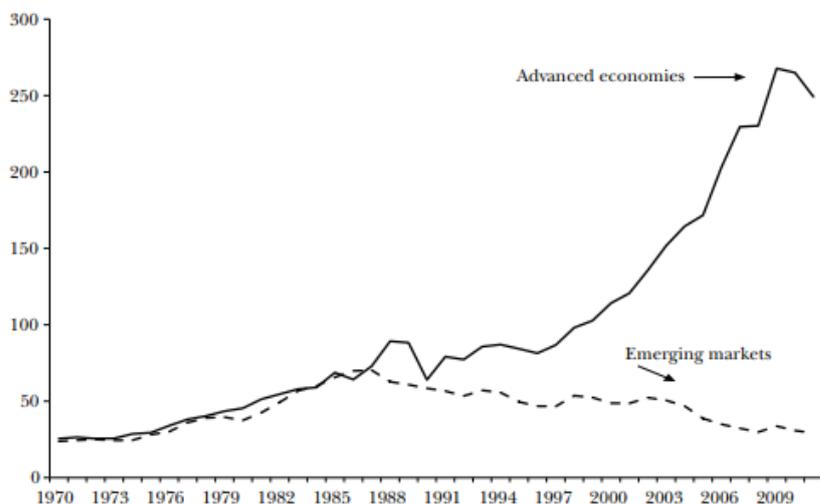


Fonte: Reinhart e Rogoff (2009).

Sempre avvalendosi dei settanta Paesi considerati in precedenza, nella figura IV.2 si analizza il comportamento del debito estero, includendo sia quello pubblico che privato, considerato come medie percentuali dei due sottogruppi in rapporto al PIL. La documentazione storica disponibile indica che le passività private estere vengono spesso assorbite dallo Stato sovrano durante una crisi del debito (Reinhart e Rogoff, 2009, 2011). Si può notare che l'aumento nelle passività verso l'estero delle economie avanzate verificatosi dagli anni '90, fenomeno ricorrente soprattutto nei Paesi europei, è di notevole dimensione. Al contrario, l'ammontare di debito estero nelle nazioni emergenti rimane contenuto.

Figura IV.2:

Evoluzione del debito estero totale (pubblico e privato) in percentuale rispetto al PIL: 22 economie avanzate e 48 emergenti, 1970-2011

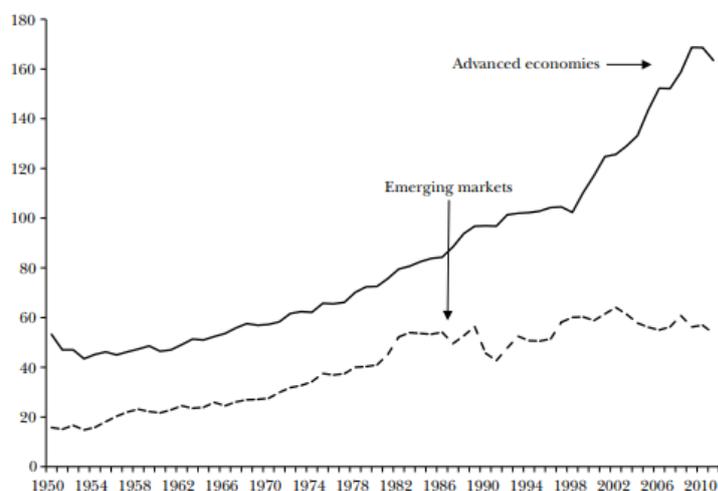


Fonte: Carmen M. Reinhart, Vincent R. Reinhart e Kenneth S. Rogoff (2012).

Infine, nella figura IV.3 si studia l'evoluzione del credito privato nazionale come percentuale del PIL, nei due sottogruppi di Paesi. Osservando le economie in via di sviluppo, la media percentuale rimane stabile approssimativamente al valore del 40% del PIL. Invece, i Paesi avanzati sperimentano un'importante crescita sin dagli anni '50, che potrebbe evidenziare lo sviluppo del settore finanziario. Si osserva, inoltre, un significativo incremento nel tasso di crescita del credito all'inizio del XXI secolo. In generale, il simile comportamento del debito estero e del credito privato non deve sorprendere. Infatti, la letteratura relativa ai boom creditizi nazionali li collega a impennate negli afflussi di capitale e maggiore indebitamento dal resto del mondo.

Figura IV.3:

Evoluzione del credito privato nazionale in percentuale rispetto al PIL: 22 economie avanzate e 28 emergenti, 1950-2011



Fonte: Carmen M. Reinhart, Vincent R. Reinhart e Kenneth S. Rogoff (2012).

In breve, quindi, l'attenzione rivolta al debito pubblico non deve nascondere il fatto che le economie avanzate affrontino più tipologie di passività. Questa tematica, inoltre, sarà sicuramente oggetto di ricerca futura.

4.3 TRATTI SIGNIFICATIVI DEGLI ESEMPI CONCRETI DI “DEBT OVERHANG”

Nella seguente analisi, si identificano ventisei esempi concreti di elevato debito pubblico in ventidue economie avanzate, dagli inizi del 1800 fino al 2012. In particolare, si considerano eventi in cui le passività in rapporto al PIL eccedono il 90% per cinque anni o più. Il campione non comprende, però, i casi in evoluzione in Belgio, Irlanda, Islanda, Portogallo e Stati Uniti. In questi, l'eccessivo indebitamento risale alla crisi finanziaria e alla fase di recessione nel 2008 o in seguito, e quindi i suddetti casi non rispettano il criterio di durata minima di cinque anni. Tra i più recenti episodi considerati di nazioni con prolungati eccessi di debito, sono compresi i casi della Grecia, dell'Italia e del Giappone, i quali hanno avuto luogo, rispettivamente, nel 1993, 1988 e 1995.

Le tabelle IV.1 e IV.2 forniscono informazioni sui ventisei esempi concreti di eccedenze di debito che soddisfano i criteri di grandezza e durata individuati. Inoltre, la

tabella IV.2 contiene dati riguardanti quattro casi che hanno durata inferiore ai cinque anni stabiliti.

Nella tabella IV.1, la prima colonna contiene i vari Paesi. Come detto in precedenza, le nazioni considerate sono in totale ventidue. Di queste, nove non hanno episodi di eccessi di debito che rispettano i criteri prestabiliti: esse sono Austria, Danimarca, Finlandia, Germania, Islanda, Norvegia, Portogallo, Svezia e Svizzera. Le rimanenti tredici nazioni sperimentano almeno un episodio di eccedenza di debito. La successiva colonna specifica la copertura del campione, che varia in base al Paese e alla disponibilità di informazioni. Proseguendo, sono fornite medie in percentuale della crescita reale del PIL, dei tassi d'interesse reale a breve e lungo termine. Inoltre, per ognuna di queste voci, si specificano medie per rapporti debito/PIL superiori e inferiori al 90%. Infine, l'ultima colonna contiene la percentuale di anni nel conteggio totale in cui il rapporto tra debito pubblico e PIL è superiore al 90%. Per esempio, gli USA hanno la percentuale di anni con eccesso di debito più bassa, con un valore di solo 3,2% dal 1791 al 2011.

Tabella IV.1:

Caratteristiche dei casi di eccesso di debito pubblico nelle economie avanzate (1800-2011)

Paese	Durata	Media tassi di interesse reali						Percentuale di anni >90%
		Crescita media PIL reale		Breve termine		Lungo termine		
		<90%	>90%	<90%	>90%	<90%	>90%	
Australia	1852-2011	4.0	3.5	1.7	-0.4	3.2	1.6	6.1
Belgio	1836-2011	2.5	2.7	2.5	2.4	2.9	3.6	20.5
Canada	1871-2011	3.6	3.2	0.6	2.4	2.3	4.5	10.6
Francia	1880-2011	3.2	1.9	0.7	2.1	2.1	2.5	28
Grecia	1848-2011	4.7	3.0	-1.8	4.7	-6	12.5	56.1
Irlanda	1924-2011	3.4	2.5	-0.6	6.1	2.3	6.5	15.5
Italia	1861-2011	3.9	1.1	0.4	4.1	2.2	4.3	48
Giappone	1872-2011	4.2	0.8	2.1	0.3	2.7	1.4	12.1
Olanda	1816-2011	3.3	2.1	2.4	3.1	3.4	4.3	45.6
Nuova Zelanda	1861-2011	4.8	3.1	1.9	2.7	2.1	3	48
Spagna	1850-2011	2.9	2.1	2.18	2.52	2.39	9.05	18.6
Regno Unito	1830-2011	2.1	1.8	2.42	2.57	2.74	3.68	45.3
Stati Uniti	1791-2011	3.6	-1	1.75	-4.45	3.72	-2.73	3.2

Paesi dove i rapporti debito/PIL superano il 90% per meno di 5 anni (non rispettando il criterio di durata stabilito).

Austria	1880-2011
Finlandia	1914-2022
Islanda	1908-2011
Portogallo	1850-2011

Paesi dove i rapporti debito/PIL non superano il 90% in nessun anno considerato nello studio.

Danimarca	1880-2011
Germania	1880-2011
Norvegia	1880-2011
Svezia	1719-2011
Svizzera	1880-2011

Fonte: Carmen M. Reinhart, Vincent R. Reinhart e Kenneth S. Rogoff (2012).

Nella tabella IV.2 si elencano individualmente i ventisei eventi considerati. Essi si raggruppano in base a come si forma l'ammontare di debito: in seguito a guerre, crisi finanziarie o bancarie, disordini nazionali o altri fattori. Inoltre, c'è una colonna in cui si commentano le caratteristiche dei vari episodi: livelli massimi di debito e tassi d'interesse, presenza di crisi bancarie, finanziarie, default, ecc. Come si può osservare nella tabella, l'elevato indebitamento in varie circostanze si ha come conseguenza di guerre. Principalmente, si nota in seguito alla Seconda guerra mondiale, ma in misura minore, anche successivamente alla Prima guerra mondiale, che si unisce, poi, all'accumulazione di debito durante la Grande Depressione.

Se si considera il numero di episodi di eccesso di debito, Grecia e Italia si trovano insieme al primo posto con quattro ognuna. Più sorprendente è che due precedenti potenze mondiali, Olanda e Regno Unito, hanno così pochi casi di eccessi di debito. Tuttavia, questi sono durati a lungo.

Nel XIX secolo, le guerre napoleoniche portavano a una condizione critica delle finanze di alcuni Paesi. Inoltre, la riduzione dei rapporti debito/PIL richiedeva molto tempo (Reinhart e Sbrancia, 2011). L'utilizzo di costanti tassi d'interesse negativi a questo fine non era tanto efficace ai tempi del Sistema Aureo e della libera mobilità internazionale del capitale, come in seguito alla Seconda guerra mondiale. Altre forme di repressione economica erano disponibili. Tra queste si utilizzavano trasferimenti dalle colonie per finanziare e ridurre le passività nazionali. Successivamente, durante il XX secolo, si applicavano per lo più politiche di repressione finanziaria per ridurre i costi del debito pubblico. Si limitavano, infatti, i flussi di capitale e si regolavano le istituzioni finanziarie

facendo in modo che gli investimenti fossero ridotti e si favorissero, in questa maniera, i finanziamenti per il debito pubblico.

Tra le nazioni coinvolte in prolungati periodi di eccessi di debito in tempi più recenti, ci sono Belgio, Canada, Grecia, Irlanda, Italia e Giappone. Si possono ricollegare i casi della Grecia, dell'Irlanda e dell'Italia ai loro sacrifici per entrare nella zona euro. Infatti, questi Paesi, in precedenza, hanno utilizzato elevati tassi di inflazione per contenere i loro rapporti tra debito e PIL. Successivamente, quando hanno dovuto ridurre il tasso di inflazione, al fine di entrare nell'eurozona, i loro debiti sono aumentati. L'accumulo di passività, in Giappone, invece, si deve alla crisi bancaria nel 1991 e al collasso del mercato azionario. Infine, i casi in Canada e Irlanda sono i più brevi, durati rispettivamente 8 e 11 anni.

Tabella IV.2:

Analisi dei casi di eccesso di debito pubblico nelle economie avanzate (1800-2011)

Paese	Eccesso di debito	Durata	Commento sui fattori che hanno contribuito alla costruzione del debito
Casi di breve durata successivi alla Prima e Seconda guerra mondiale			
Australia	1945-1950	6	Tassi di interesse significativamente negativi (-7%); repressione finanziaria; crescita sotto la media.
Belgio	1920-1926	7	Espansione post-guerra e ricostruzione; impennata inflazionistica e tassi reali fortemente negativi.
Belgio	1946-1947	*	Troppo breve per essere definito eccesso di debito.
Canada	1944-1950	6	Nel 1946 il debito raggiunge il 136%; i tassi di interesse a breve e lungo termine hanno un valore medio del 0.39 e 2.69%.
Finlandia	1943-1945	*	Troppo breve per essere definito eccesso di debito.
Italia	1940-1944	5	Default dal 1940 al 1946; l'inflazione raggiunge il 344%.
Stati Uniti	1944-1959	6	Nel 1946 il debito federale raggiunge il 121%; disoccupazione e perdita di output dell'11% nel 1946; fase di repressione finanziaria in tutto il mondo con gli accordi di Bretton Woods; tassi di interesse reali negativi.
Casi di maggiore durata successivi alla Prima e Seconda guerra mondiale			
Francia	1920-1945	26	Nel 1922 il debito è del 262%; nel 1932 il debito a seguito della Prima guerra mondiale verso gli Stati Uniti è in default.
Italia	1917-1936	20	Varie conversioni del debito negli anni'20.
Olanda	1932-1954	25	Forte ripresa successiva alla Seconda Guerra Mondiale; tassi di interesse reali negativi.
Regno Unito	1917-1964	48	Nel 1932 default sul debito della Prima guerra mondiale agli Stati Uniti; debito al 248% dopo la Seconda guerra mondiale; fase di repressione

			finanziaria; tassi di breve e lunga durata del -1.1% e 0.5%.
Crisi bancaria e depressione economica			
Australia	1931-1934	*	Troppo breve per essere definito eccesso di debito.
Grecia	1928-1939	12	Crisi bancaria nel 1931; default dal 1932 al 1964.
Italia	1881-1904	24	Grave crisi bancaria nel 1890.
Giappone	1995-2012	18, in corso	Nel 1989 fallimento del mercato azionario; nel 1991 grave crisi bancaria; notevole eccesso di debito del settore privato negli anni '80.
Esempi di maggiore durata, altre guerre e conflitti interni			
Francia	1880-1905	26	Guerra Franco-Prussiana; nel 1870 debito sotto forma di pagamenti di riparazione alla Germania.
Olanda	1816-1872	57	Debito relativo alle Guerre Napoleoniche; nel 1830, con la guerra con il Belgio, il debito sale al 280%.
Spagna	1868-1882	15	Terza guerra Carlista dal 1868 al 1876; rendimenti obbligazionari intorno al 25%; default dal 1877 al 1882.
Spagna	1896-1909	14	Nel 1879 il debito pubblico estero raggiunge il 52%; guerre e perdita delle ultime colonie.
Regno Unito	1830-1863	34	Dopo le Guerre Napoleoniche, il debito raggiunge il 260% dal 1819-1821; in seguito, varie conversioni del debito.
Eccessi di debito moderni, che spesso includono la stabilizzazione dell'inflazione			
Belgio	1982-2005	24	Crescita sotto la media; l'inflazione scende da più dell'8%.
Canada	1992-1999	7	Tassi di interesse dei titoli sono del 9%.
Irlanda	1983-1993	11	Inflazione vicina al 20%; tassi di interesse sui titoli a lungo termine al 10% nel 1986.
Grecia	1993-2012	20, in corso	Inflazione vicina al 15% nel 1993; i tassi di interesse dei titoli sono di circa il 4%, inferiori rispetto al pre-guerra; espansione seguita da crisi bancaria e ristrutturazione.
Italia	1988-2012	25, in corso	Tassi di interessi reali inferiori rispetto al pre-guerra; meno dipendenza dal debito estero.
Altri esempi di eccesso di debito			
Austria	1882-1883	*	Troppo breve per essere definito eccesso di debito.
Grecia	1848-1883	36	Costruzione della nazione; tassi di interesse di lungo periodo maggiori del 15%, prima della Seconda guerra mondiale.
Grecia	1887-1913	27	Default dal 1843 al 1878 e dal 1894 al 1897.
Olanda	1886-1898	13	Basse entrate dall'Indonesia sommate alla costruzione del debito.
Nuova Zelanda	1881-1951	71	Grave crisi bancaria nel 1893; il debito raggiunge il 226% nel 1932 e viene convertito nel 1933.

Fonte: Carmen M. Reinhart, Vincent R. Reinhart e Kenneth S. Rogoff (2012).

4.4 RELAZIONE TRA ECCESSO DI DEBITO PUBBLICO E CRESCITA ECONOMICA

La trattazione generale del legame tra debito pubblico e crescita economica individua due canali potenziali di trasmissione. In primo luogo, quando le passività accumulate sono elevate, assorbono i fondi disponibili per gli investimenti, riducendoli così notevolmente. Inoltre, se il governo sta anche applicando politiche per ridurre gli oneri del debito con tasse più elevate, si può arrivare ad una situazione di inaspettata elevata inflazione o repressione finanziaria, che scoraggerà ulteriormente gli investimenti. Il secondo canale fa riferimento ad un premio, che cresce in base al grado di rischio, incluso nel tasso d'interesse del debito pubblico. L'incertezza sulla solvibilità di elevate passività porta a richiedere un maggiore premio per il rischio, e, quindi, ad un incremento nel tasso d'interesse di lungo periodo. Questo, a sua volta, avrà effetti negativi sugli investimenti, sui consumi di beni durevoli e su altri settori sensibili al tasso d'interesse. Tuttavia, essendo le informazioni riguardo investimenti e consumi disponibili in quantità ridotta, è difficile utilizzare questo studio per analizzare il legame tra eccesso di debito e bassi tassi di crescita.

I Paesi che hanno sperimentato almeno un episodio di eccedenza di debito hanno tassi medi annuali di crescita del PIL del 3,5% negli anni in cui il rapporto tra debito pubblico e PIL si trova al di sotto del 90%. Durante i periodi di elevate passività, il tasso è del 2,3%. Allo stesso modo, Reinhart e Rogoff (2009) mostrano che, nei periodi in cui la percentuale di debito rispetto al PIL è maggiore del 90%, il tasso di crescita è inferiore di circa l'1%. Invece, a livelli di debito inferiori, il legame con la crescita è piuttosto ridotto. Tuttavia, tre episodi di elevato debito fanno eccezione e si caratterizzano per notevole crescita economica.

In generale, la maggior parte dei policy-makers sembra ritenere che il debito riduca la crescita economica. Si tratta di un'opinione in linea con i risultati di una fiorente letteratura empirica che mostra l'esistenza di una correlazione negativa tra debito pubblico e crescita economica. La correlazione, però, non implica necessariamente causalità, che potrebbe anche essere invertita. Il legame tra debito e crescita potrebbe, infatti, scaturire dal fatto che è la ridotta crescita economica a generare elevati livelli di debito pubblico, ad esempio per minor entrate statali dalla tassazione dei contribuenti a parità di spesa.

Tuttavia, numerosi studi più recenti arrivano ad una comune conclusione. Essi affermano che la relazione tra crescita ed eccessivo indebitamento non è lineare, ma in presenza di un ammontare di passività in rapporto al PIL di circa il 90%, gli eccessi di debito hanno effetto negativo sulla crescita.

La dimostrazione empirica è coerente con quanto afferma la teoria, suggerendo così che debito pubblico al di sopra di una certa soglia porta ad un tasso di crescita economica che è inferiore, circa, dell'1%. Inoltre, ventitré dei ventisei episodi considerati sono durati in media ventitré anni, facendo sì che la perdita totale di produzione, collegata ad un tasso di crescita più basso, sia di dimensioni molto elevate. Infine, quindi, le perdite economiche collegate ad un periodo di eccedenza di debito possono essere notevoli, anche quando queste non si manifestano come crisi finanziarie o recessioni.

4.5 COMPORTAMENTO DEI TASSI D'INTERESSE

I tassi di interesse sono, anch'essi, influenzati dal debito pubblico accumulato nel tempo. Suddividendo i ventisei casi esaminati, si può notare che quindici di essi, quindi la maggioranza, si caratterizzano per tassi di interesse più elevati. Al contrario, i rimanenti undici hanno tassi di interesse inferiori, o equivalenti, a periodi in cui il rapporto tra debito e PIL è inferiore al 90%. Quindi, Paesi con episodi di eccesso di passività non necessariamente affrontano sia un brusco aumento nei tassi di interesse, sia difficoltà nell'accedere ai mercati del capitale. Inoltre, una significativa percentuale degli esempi individuati si caratterizza sia per bassa crescita economica, sia per tassi d'interesse inferiori o equivalenti a periodi senza eccessi di debito.

In generale, la relazione tra debito e indici di rischio di default sovrano è, similmente al legame analizzato nel paragrafo precedente, non lineare (Reinhart, Savastano, e Rogoff, 2003; Reinhart e Rogoff, 2009). Infatti, intorno ad una percentuale di debito del 60% del PIL, le misure di mercato del rischio di default rimangono invariate. Successivamente, però, esse si impennano quando il debito supera quel valore percentuale.

5 LA SOSTENIBILITA' DEL DEBITO PUBBLICO

5.1 LA SOSTENIBILITA' DEL DEBITO PUBBLICO E LA POLITICA DI BILANCIO

Negli ultimi decenni numerosi economisti ritengono che la sostenibilità del debito pubblico non sia preoccupante per i Paesi economicamente sviluppati. Infatti affermano che le nazioni più avanzate, con un sistema finanziario e monetario flessibile e moderno, non sono mai fallite o si sono trovate in difficoltà perché l'accumularsi di deficit correnti hanno incrementato il debito pubblico, così da rendere insopportabile l'onere degli interessi. Questo non vale, però, nel caso delle nazioni più arretrate.

Tuttavia, anche nelle economie sviluppate, i disavanzi potrebbero provocare squilibri finanziari. Infatti, i deficit, quando assumono importanti dimensioni, costituiscono aumenti della domanda dello Stato sulle risorse a disposizione della collettività. Così, se la domanda dei privati non si riduce, in modo da lasciare inalterato l'equilibrio tra domanda e offerta globale al livello originario dei prezzi, si generano incontrollabili pressioni inflazionistiche. In generale, però, le suddette conseguenze dei disavanzi si hanno, non indirettamente attraverso il debito pubblico e il carico degli interessi, ma come loro effetto diretto sulla domanda (Steve, Scritti vari, p. 408; Lezioni di scienza delle finanze, p. 159).

A questo punto, diventa interessante analizzare i vantaggi e i limiti della spesa pubblica e della politica di bilancio ad essa collegata.

In primo luogo, se si considera un'economia avanzata con scarso tasso di sviluppo e in condizioni di capacità produttiva inutilizzata, un'espansione della domanda, provocata dalla spesa pubblica, influenzerà direttamente l'offerta aggregata, senza conseguenze inflazionistiche. Pertanto, la politica di bilancio, in determinate condizioni, è in grado di esplicare una funzione stabilizzatrice e di sviluppo del reddito nazionale. Tuttavia, si può verificare una situazione alternativa. Infatti, l'economia, pur in presenza di risorse produttive non sfruttate, può essere caratterizzata da squilibri e rigidità, che impediscono all'offerta di espandersi. Così, politiche finanziarie volte al controllo della domanda possono causare inflazione senza che lo sviluppo economico ne risulti stimolato a sufficienza.

La politica del disavanzo va, però, valutata in relazione all'accrescimento di debito che può comportare. In generale, questa politica può essere applicata senza timori, in presenza di reddito nazionale reale crescente. La condizione di base è che l'aumento del

debito che ne consegue e il relativo incremento del costo degli interessi siano mantenuti in proporzioni non maggiori dell'aumento di reddito nazionale.

Così il criterio del pareggio del bilancio non deve essere considerato un imperativo, ma va valutato in ogni situazione, in relazione alla capacità della condotta finanziaria di risolvere gli squilibri del sistema economico. Tra i problemi reali, che vanno affrontati, si ricordano la massimizzazione dell'occupazione, del reddito, sia attuale che futuro, e la promozione dello sviluppo economico (Steve, Scritti vari, p. 422).

5.2 PROBLEMATICHE DI UN'AREA MONETARIA

I Paesi in via di sviluppo, caratterizzati da elevata instabilità finanziaria, possono avere problemi nella sostenibilità del debito. Infatti, essi godono di cospicui incentivi ad indebitarsi in valuta straniera, che consentono una riduzione del tasso di interesse pagato sul debito e un allentamento dei vincoli di liquidità. Tuttavia, questo esporrà le nazioni, in caso di shock avversi, a maggiori rischi. Un caso emblematico è quello dell'Argentina. Nel 1999 il Paese, altamente indebitato in dollari, affronta una fase di recessione, con riduzioni nel PIL e nelle esportazioni, che portano ad una perdita di fiducia e ad una fuga dei capitali dal Paese. L'esempio è significativo poiché mostra che, quando si è indebitati in un'altra moneta, la Banca Centrale non potrà fungere da prestatore di ultima istanza e, quindi, a seguito di shock avversi, evitare un default.

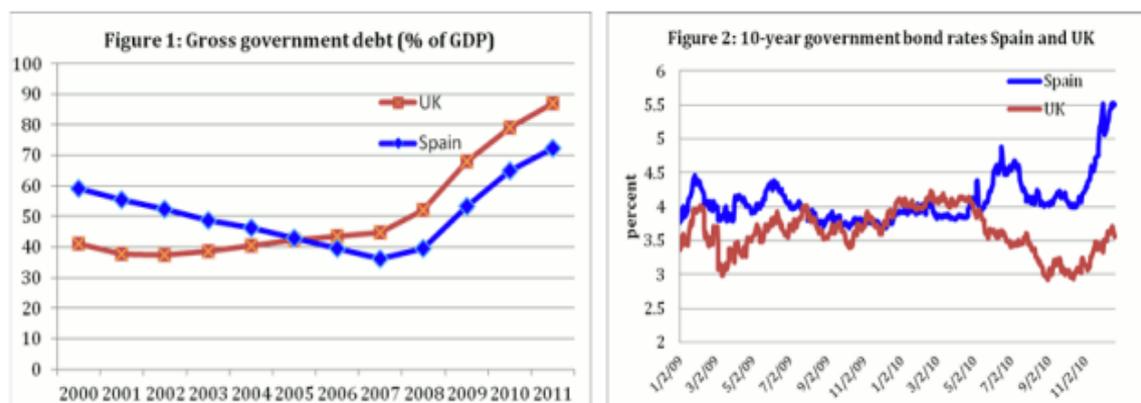
Negli ultimi anni, la sostenibilità del debito pubblico è diventata un'interessante tematica anche per le economie avanzate, come evidenziato nei precedenti capitoli. In particolare, si fa riferimento alle nazioni sviluppate che aderiscono ad unioni monetarie non ottimali e possono finire per trovarsi nelle stesse condizioni in cui operano le economie in via di sviluppo. La sostenibilità del debito, in questo caso, potrebbe costituire un problema per due motivi: in primo luogo, per l'adozione della moneta unica e, da qui, la conseguente perdita del controllo della valuta in cui è denominato il debito e, secondo, per la creazione di un'area monetaria non ottimale, che soffre di squilibri macroeconomici.

Per quanto riguarda il primo aspetto, i Paesi membri di unioni monetarie non controllano la valuta in cui sono indebitati e, così, neanche la politica monetaria (De Grawe, 2011; Krugman, 2012). Può essere interessante, a questo proposito, osservare l'esempio fornito da De Grawe (2011) nelle figure V.1 e V.2, che rappresentano, rispettivamente, l'evoluzione del debito e dei tassi di interesse della Spagna e del Regno Unito, durante la crisi finanziaria del 2008. La prima figura mostra che i due Paesi hanno un simile andamento nei loro rapporti debito/PIL, con la Spagna che negli ultimi anni registra valori

inferiori. Dalla figura V.2 si nota, a partire dal 2010, un differenziale nei tassi di interesse, con la Spagna che ha pagato tassi più elevati di quelli del Regno Unito. Ciò è dovuto al fatto che la Spagna, la quale fa parte della zona euro e, quindi, non è in grado di controllare la Banca Centrale, è ritenuta più a rischio default rispetto al Regno Unito, che, al contrario, non fa parte di unioni monetarie.

Figure V.1 e V.2:

Confronto tra il debito e i tassi di interesse di Spagna e Regno Unito



Fonte: Paul De Grauwe (2011).

Pertanto, la sostenibilità del debito pubblico può costituire un problema nel caso i Paesi aderissero ad aree monetarie non ottimali. Un'unione si definisce ottimale quando rispetta tre condizioni. In primo luogo, deve avere un'alta mobilità dei fattori della produzione, in particolare del lavoro (Mundell, 1961). L'integrazione fiscale è il secondo requisito di un'area monetaria, il quale funge da stabilizzatore automatico degli shock (Kenen, 1969). Infine, un'ultima condizione è che ci sia un sistema di assicurazione federale sui depositi bancari, che eviti, così, il circolo vizioso tra rischio sovrano e stabilità del sistema bancario (Krugman, 2012). Nazioni come gli USA soddisfano tutti i requisiti richiesti dalla teoria delle aree monetarie ottimali. Al contrario, l'eurozona non soddisfa nessuna condizione. Essa, nel caso in cui shock negativi colpissero Paesi membri, potrebbe affrontare durature conseguenze negative, con effetti particolarmente rilevanti sulla sostenibilità del debito pubblico.

5.3 LA SVALUTAZIONE INTERNA

La svalutazione interna è l'unico meccanismo di aggiustamento per favorire lo sviluppo e ridurre gli squilibri, in assenza di un'area monetaria ottimale. Essa richiede alcune condizioni per avere successo: flessibilità nel mercato del lavoro, che consenta riduzioni dei salari e riforme che aumentino la produttività; possibilità di ridurre i prezzi attraverso contrazioni della domanda aggregata; tasso di inflazione inferiore a quello dei Paesi con cui si manifestano squilibri.

Nel caso attuale di molti Paesi dell'eurozona, il livello generale molto basso del tasso di inflazione rende, però, difficile l'aggiustamento tramite svalutazione interna, la quale richiederebbe maggiori differenziali di quelli osservati.

La figura V.3 illustra la dinamica dell'inflazione in Italia rispetto alla media dell'area euro ed è possibile osservare che soltanto nell'ultimo anno vi sia stato un livello di inflazione nel nostro Paese significativamente inferiore alla media, mentre dallo scoppio della crisi finanziaria del 2008 le differenze sono marginali.

Figura V.3:

Inflazione in Italia e area euro negli ultimi venti anni



Fonte: Eurostat.

Tuttavia, ci sono ragioni per cui questo meccanismo rischia di essere pericoloso per alcune nazioni con elevato debito pubblico, come l'Italia. La svalutazione interna, che porta ad una riduzione del prodotto nazionale, potrebbe contribuire ad aumentare il rapporto

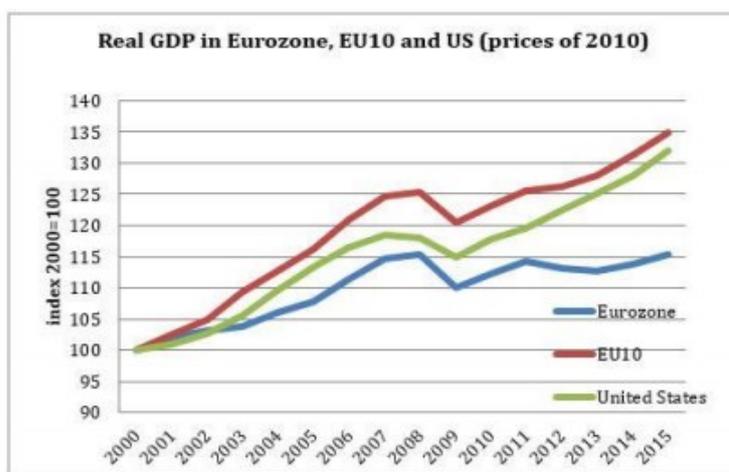
debito/PIL. Inoltre, se il tasso di inflazione si trova vicino allo zero, rischia di trascinare i Paesi in spirali deflazionistiche, rendendo la sostenibilità del debito molto difficile.

In generale, si può affermare che la creazione di un'area monetaria non ottimale, oltre a costituire un problema per la risoluzione degli squilibri macroeconomici, ha effetti negativi sul tasso di crescita dell'economia, che è l'elemento più rilevante per la sostenibilità del debito pubblico.

In conclusione, la figura V.4 mostra come il tasso di crescita del PIL reale dei Paesi dell'eurozona negli ultimi 15 anni considerati sia inferiore a quello dei 10 Paesi dell'Unione Europea che non hanno adottato l'euro e a quello degli Stati Uniti.

Figura V.4:

PIL reale dei Paesi dell'Eurozona, dei 10 Paesi dell'Unione Europea che non adottano l'Euro e degli Stati Uniti negli ultimi 15 anni



Fonte: European Commission, Ameco.

6 CONCLUSIONI

Gli studi effettuati nel corso della trattazione hanno consentito di analizzare la tematica del debito pubblico.

In particolare, grazie alla letteratura economica sul debito sovrano, è stato possibile rispondere ad interessanti interrogativi, ad esempio come possa esistere il debito sovrano o in che modo venga rinegoziato dai Paesi. Alcuni contributi empirici hanno dimostrato che i danni collaterali nazionali che derivano dalle crisi di debito hanno diminuito l'incidenza dei default, poiché i fatti hanno evidenziato che questi amplificano le perdite di prodotto osservate nelle crisi. In aggiunta, le problematiche concernenti il debito pubblico sono nate come conseguenza di contratti incompleti che, se migliorati, permettono di ridurre il verificarsi di default. Si dovrà, quindi, cercare di andare verso una loro riforma.

Inoltre, si è constatato come il difettoso progetto europeo iniziale sia stato la causa dell'originarsi e propagarsi della crisi dei debiti sovrani europei. Non si è, in particolare, compresa la fragilità di un'unione monetaria in condizioni di crisi e in assenza di un coordinamento bancario e fiscale. Oltretutto, anche la gestione disordinata da parte delle autorità europee è stato un rilevante fattore destabilizzante. La crisi finanziaria globale ha causato un importante aumento del debito sovrano, accumulatosi già a partire dagli anni precedenti, nelle economie avanzate. La preoccupazione crescente sul possibile default degli Stati coinvolti ha condotto a vari dibattiti su come risolvere il problema. Pertanto, nel corso della trattazione sono state riportate e analizzate possibili riforme, alcune delle quali sono state applicate.

Al fine di valutare le conseguenze di lunghi periodi di elevate passività, si sono studiati ventisei esempi concreti di eccessi di debito. Dalla ricerca condotta sono emerse interessanti indicazioni: in primo luogo, quando l'eccedenza di passività è durata cinque anni, è molto probabile che alla fine ne duri dieci o più. Un'altra considerazione è che periodi di eccedenze di debito non necessariamente devono avere conseguenze negative. In particolare, non sempre ci saranno aumenti nei tassi d'interesse o crisi finanziarie. Inoltre, la dimostrazione empirica ha evidenziato che periodi di passività in eccesso diminuiscono il tasso annuale di crescita economica. Data, poi, la lunga durata degli stessi, si avranno ingenti perdite economiche totali.

Il presente studio si è posto l'obiettivo di analizzare la sostenibilità del debito pubblico. Essa può costituire un problema per i Paesi in via di sviluppo, caratterizzati da elevata instabilità finanziaria. Infatti, le economie arretrate godono di cospicui incentivi ad

indebitarsi in valuta straniera, che consentono una riduzione del tasso di interesse pagato sul debito e un allentamento dei vincoli di liquidità. Questo esporrà le nazioni, in caso di shock avversi, a maggiori rischi. Tuttavia, negli ultimi anni, la sostenibilità del debito pubblico è diventata fonte di preoccupazioni anche per le economie avanzate, nel caso aderissero a “unioni monetarie non ottimali”.

Nelle economie avanzate, in media, il rapporto debito/PIL è vicino a livelli del 100 per cento, i più alti dal secondo dopoguerra. L'economia globale sta così entrando in una fase caratterizzata da un notevole incremento di debito, sia pubblico che privato. Tuttavia, questo potrà essere ugualmente gestibile, a patto che futuri sviluppi nella tecnologia e nella globalizzazione lo permettano. Escludendo un tale progresso, l'eccesso di debito pubblico avrà conseguenze della stessa entità di quelle viste nei ventisei casi affrontati. Ci sono tre ragioni per preoccuparsi che questo si possa verificare. In primo luogo, il debito pubblico, dai suoi già alti livelli nelle economie avanzate, è destinato a crescere nei prossimi anni. Secondo, numerosi Paesi stanno affrontando problemi di eccessi di passività di varia natura: pubblica, privata, estera e previdenziale. Infine, non si è considerato l'ingente peso dei “debiti nascosti”, specialmente nel settore pubblico, che vari economisti sostengono essere un rilevante fattore nelle crisi di debito.

BIBLIOGRAFIA

Panizza, Ugo, Federico Sturzenegger, and Jeromin Zettelmeyer. 2009. "The Economics and Law of Sovereign Debt and Default." *Journal of Economic Literature*, 47 (3): 651-98.

Brownlie, Ian. 2003. *Principles of Public International Law*, Sixth edition. Oxford and New York: Oxford University Press.

Buchheit, Lee C. 1986. "Sovereign Immunity." *Business Law Review*, 7(3): 63-64.

Buchheit, Lee C. 1995. "The Sovereign Client." *Journal of International Affairs*, 48(2): 527-40.

Buchheit, Lee C, and Jeremiah S. Pam. 2004. "The Pari Passu Clause in Sovereign Debt Instruments." *Emory Law Journal*, 53(3): 869-922. Bulow, Jeremy, and Kenneth S. Rogoff. 1989a.

Power, Philip J. 1996. "Sovereign Debt: The Rise of the Secondary Market and Its Implications for Future Restructurings." *Fordham Law Review*, 64(6): 2701-72.

Nolan, John. 2001. "Emerging Market Debt and Vulture Hedge Funds: Free-Ridership, Legal and Market Remedies." *Derivatives Study Center Financial Policy Forum Special Policy Report 3*.

Sturzenegger, Federico, and Jeromin Zettelmeyer. 2007b. *Debt Defaults and Lessons from a Decade of Crises*. Cambridge and London: MIT Press.

Sandleris, Guido. 2005. "Sovereign Defaults: Information, Investment and Credit." *Society for Economic Dynamics 2005 Meeting Papers 21*.

Catão, Luis, and Sandeep Kapur. 2006. "Volatility and the Debt-Intolerance Paradox." *IMF Staff Papers*, 53(2): 195-218.

Kapur, Sandeep, Ana Fostel, and Luis Catão. 2007. "Persistent Gaps, Volatility Types, and Default Traps." *International Monetary Fund Working Paper 07/148*.

Sturzenegger, Federico, and Jeromin Zettelmeyer. 2007a. "Creditors' Losses versus Debt Relief: Results from a Decade of Sovereign Debt Crisis." *Journal of the European Economic Association*, 5(2-3): 343-51.

Borensztein, Eduardo, and Ugo Panizza. Forthcoming-a. "The Costs of Sovereign Default." *IMF Staff Papers*.

- Cerra, Valerie, and Sweta Chaman Saxena. 2008. "Growth Dynamics: The Myth of Economic Recovery." *American Economic Review*, 98(1): 439-57.
- Eaton, Jonathan, and Mark Gersovitz. 1981. "Debt with Potential Repudiation: Theoretical and Empirical Analysis." *Review of Economic Studies*, 48(2): 289-309.
- Eaton, Jonathan, Mark Gersovitz, and Joseph E. Stiglitz. 1986. "The Pure Theory of Country Risk." *European Economic Review*, 30(3): 481-513.
- Lane, Philip R. 2012. "The European Sovereign Debt Crisis." *Journal of Economic Perspectives*, 26 (3): 49-68.
- Feldstein, Martin. 1997. "The Political Economy of an European Economic and Monetary Union: Political Sources of an Economic Liability." *Journal of Economic Perspectives* 11(4): 23–42.
- Wyplosz, Charles. 1997. "EMU: Why and How It Might Happen." *Journal of Economic Perspectives* 11(4): 3–22.
- Lane, Philip R. 2006. "The Real Effects of European Monetary Union." *Journal of Economic Perspectives* 20(4): 47–66.
- Wyplosz, Charles. 2006. "European Monetary Union: The Dark Sides of a Major Success." *Economic Policy* 21(46): 207–261.
- Caruana, Jaime, and Stefan Adjiev. 2012. "Sovereign Creditworthiness and Financial Stability: An International Perspective." *Banque de France Financial Stability Review*, no. 16, April, pp. 71–85.
- Gourinchas, Pierre-Olivier, and Maurice Obstfeld. 2012. "Stories of the Twentieth Century for the Twenty-First." *American Economic Journal: Macroeconomics* 4(1): 226–65.
- Fagan, Gabriel, and Vitor Gaspar. 2007. "Adjusting to the Euro." ECB Working Paper 716.
- Blanchard, Olivier. 2007. "Current Account Deficits in Rich Countries." *IMF Staff Papers* 54(2): 191–219.
- Freund, Caroline, and Frank Warnock. 2007. "Current Account Deficits in Industrial Countries: The Bigger They Are, The Harder They Fall?" In *G7 Current Account Imbalances: Sustainability and Adjustment*, edited by Richard Clarida, 133–68. University of Chicago Press.

Blanchard, Olivier, and Francesco Giavazzi. 2002. "Current Account Deficits in the Euro Area: The End of the Feldstein–Horioka Puzzle?" *Brookings Papers on Economic Activity*, no. 2, pp. 147–86.

Lane, Philip R., and Barbara Pels. 2012. "Current Account Imbalances in Europe." *Moneda y Credito*, forthcoming.

Lane, Philip R., and Peter McQuade. 2012. "Domestic Credit Growth and International Capital Flows." Unpublished paper, Trinity College Dublin.

Lane, Philip R. 2010. "Some Lessons for Fiscal Policy from the Financial Crisis." *Nordic Economic Policy Review* 1(1): 13–34.

Milesi-Ferretti, Gian Maria, and Cedric Tille. 2011. "The Great Retrenchment: International Capital Flows during the Global Financial Crisis." *Economic Policy* 26(66): 285–342.

Buiter, Willem, and Anne Sibert. 2006. "How the Eurosystem's Treatment of Collateral in its Open Market Operations Weakens Fiscal Discipline in the Eurozone (and What to Do about It)." In *Fiscal Policy and the Road to the Euro*, 29–60. National Bank of Poland.

Mody, Ashoka, and Damiano Sandri. 2012. "The Eurozone Crisis: How Banks and Sovereigns Came to be Joined at the Hip." *Economic Policy* 27(70): 199–230.

Acharya, Viral V., Itamar Drechsler, and Philipp Schnabl. 2010. "A Pyrrhic Victory? Bank Bailouts and Sovereign Credit Risk." CEPR Discussion Paper 8679.

Calvo, Guillermo. 1988. "Servicing the Public Debt: The Role of Expectations." *American Economic Review* 78(4): 647–61.

Corsetti, Giancarlo, and Luca Dedola. 2011. "Fiscal Crises, Confidence and Default: A BareBones Model with Lessons for the Euro Area." <https://sites.google.com/site/giancarlocorsetti/main/calvo-code.pdf?attredirects=0>.

De Grauwe, Paul. 2012. "Fragile Eurozone in Search of a Better Governance." *Economic and Social Review* 43(1): 1–30.

DeLong, J. Bradford, and Lawrence H. Summers. 2012. "Fiscal Policy in a Depressed Economy." *Brooking Papers on Economic Activity*, forthcoming.

Reinhart, Carmen M., and M. Belen Sbrancia. 2011. "The Liquidation of Government Debt." NBER Working Paper 16893.

Bundesbank. 2011. "The Debt Brake in Germany: Key Aspects and Implementation." *Monthly Bulletin*, October, pp. 15–39.

Favero, Carlo, and Alessandro Missale. 2012. "Sovereign Spreads in the Euro Area: Which Prospects for a Eurobond?" *Economic Policy* 27(70): 231–73.

Reinhart, Carmen M., Vincent R. Reinhart, and Kenneth S. Rogoff. 2012. "Public Debt Overhangs: Advanced-Economy Episodes since 1800." *Journal of Economic Perspectives*, 26 (3): 69-86.

Reinhart, Carmen M., and Kenneth S. Rogoff. 2009. *This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly*. Princeton University Press.

Reinhart, Carmen M., and Kenneth S. Rogoff. 2011. "From Financial Crash to Debt Crisis." *American Economic Review* 101(5): 1676–1706.

Reinhart, Carmen M., and M. Belen Sbrancia. 2011. "The Liquidation of Government Debt." NBER Working Paper 16893, March.

Reinhart, Carmen M., Miguel A. Savastano, and Kenneth S. Rogoff. 2003. "Debt Intolerance." *Brookings Papers on Economic Activity*, no. 1, pp. 1–74.

Teobaldelli. "Debito pubblico e stabilità macroeconomica." *ECONOMIA, POLITICA E CULTURA NELL'ITALIA DEL XX SECOLO*. Attualità del pensiero critico di Sergio Steve.

Steve S. (1997), "Scritti Vari", Ciriec-Franco Angeli, Milano.

Steve S. (1957), "Lezioni di Scienza delle Finanze", Cedam, Padova.

De Grauwe P. (2011), "The Governance of a Fragile Eurozone", Centre for European Policy Studies (CEPS) WP No. 346.

Krugman P. (2012), "Revenge of the Optimum Currency Area", in Acemoglu D., Parker J. and Woodford M., *NBER Macroeconomics Annual 2012, Volume 27*, University of Chicago Press.

Mundell R. (1961), "A Theory of Optimum Currency Areas", *American Economic Review*, 51(4): 657–65.

Kenen P. (1969), "The Theory of Optimum Currency Areas: An Eclectic View", in Mundell R. and Swoboda A., *Monetary Problems of the International Economy*, Chicago: University of Chicago Press.